

## METaverse研究专题

---

# METaverse对内容行业的机遇与挑战

王冠然

中信证券研究部 传媒行业

2021年7月1日

# 核心观点

- **METaverse概览**
- **METaverse核心特征**
- **METaverse对内容行业带来的机遇**
- **METaverse对内容行业带来的挑战**
- **投资建议：建议关注有优质世界观内容、粉丝基础、社交属性、持续的内容生产和制作运营能力的平台**
  - 阅文集团（00772.HK）：网络文学龙头地位稳固，IP转化能力成熟
  - 芒果超媒（300413）：强大IP支撑，内容运营能力出色
- **风险提示：技术发展不及预期；政策变动风险；消费者需求不及预期；商业化进展低于预期；市场竞争加剧；行业门槛逐渐提升，行业跨度大，涉及多领域发展**

基于对Metaverse特征的分析，我们认为未来可重点关注拥有以下特点的平台：

- **足够多的优质世界观内容：**优质内容必然是长期吸引流量的磐石
- **足够多的粉丝积累：**基础流量能够快速铺开“口碑效应”和实现高效用户裂变
- **持续迭代的内容制作能力：**Metaverse对内容制作转化提出更高要求，如通过开放自由创作、开放第三方接口、降低创作门槛，鼓励用户持续产生内容，形成自我进化机制，达到内容创新的高频和永续，不被淘汰，具备较强内容制作经验，具备较强内容人才、资源、资本储备平台竞争力有望更强
- **良好的社交能力和场景：**社交作为现代网民刚需，是低成本获客和提升用户使用时长的好属性。元宇宙突破物理时空局限，扩大了应用场景可能性，使得社交属性进一步提升，因此拥有社交能力和丰富场景的平台有望作为优质平台吸引、留存更多用户

# CONTENTS

## 目录

---

1. METAVERSE概览
2. METAVERSE核心特征
3. METAVERSE对内容行业带来的机遇
4. METAVERSE对内容行业带来的挑战
5. 风险因素
6. 投资建议

# 1. METaverse概览

---

- I. Metaverse有望成互联网未来形态
- II. 游戏：Metaverse的先行者
- III. Roblox：Metaverse雏形

## 1.1 Metaverse有望成互联网未来形态

- **Metaverse**：最早由科幻作家尼尔·斯蒂芬森在1992年的小说《雪崩》中首次提出。字面意义为meta（超越）+ universe（宇宙）的结合，中文翻译为元宇宙，可理解为通过技术搭建的、基于现实世界的、拥有独立完整价值体系和经济闭环的永续的虚拟世界。
- 随着Metaverse所需要的VR/AR/MR、人工智能、计算机视觉渲染、云端虚拟化、脑机接口等多种技术的成熟，Metaverse风潮正在兴起。
- Metaverse或是互联网线上社交和娱乐的未来形态。市场对于元宇宙的理解料将持续加深，从消费互联网到产业互联网均将拥抱线上线下一体化的元宇宙时代。与传统游戏相比，Metaverse提供高沉浸感、多元化、高自由度的泛娱乐体验，极强调互动和社交属性。由于具有完整运行的经济体系，并且打破物理空间的局限，元宇宙相较现实世界拥有更多场景应用的可能性，可作为现实生活的拓展延伸。



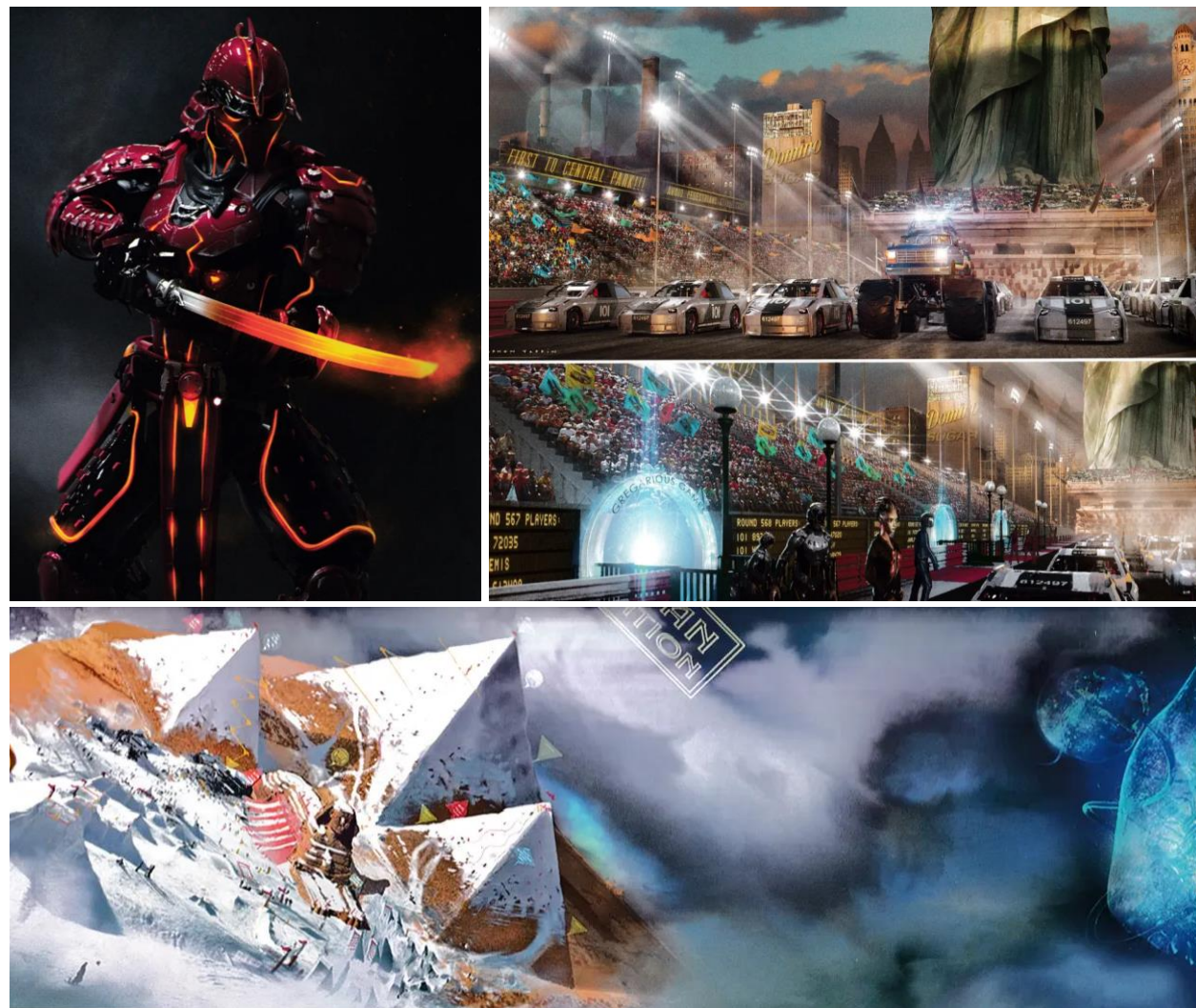
资料来源：小说《雪崩》



## 1.2 游戏：Metaverse的先行者

- 基于游戏的优化和延伸，元宇宙能为用户提供丰富的泛娱乐体验。游戏对Metaverse的重要性主要体现在：
- 虚拟世界的搭建主要依托游戏技术实现，游戏的产品形态与元宇宙极为相似，为元宇宙提供了展现方式。例如元宇宙与游戏均打造了虚拟世界，并给予用户个性化的虚拟身份进行社交、任务。此外，游戏的高拟真、低延时、庞大信息处理技术是实现元宇宙这类超大规模实时交互数字场景的必需。
- 拥有游戏作为基础结构的元宇宙能为用户提供更加沉浸、实时和多元的体验，但是目前游戏在沉浸度、互动性、拟真性、自由度和内容衍生等方面仍有较大提升空间。
- 现阶段以Roblox、Fortnite为代表的游戏已作为元宇宙的雏形得到市场认可，同时米哈游、Valve等一众游戏公司已从技术上开始战略布局，游戏未来将持续催化元宇宙的发展。

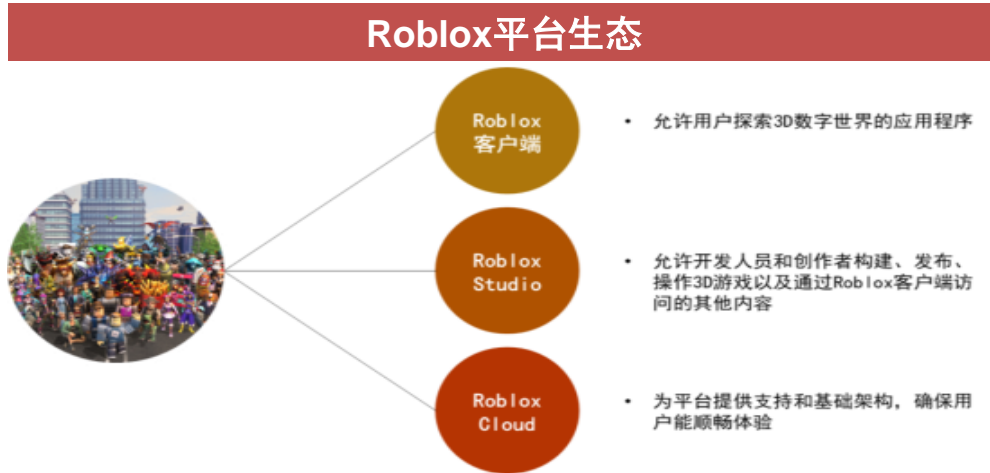
《头号玩家》“绿洲”人物形象及场景



资料来源：《头号玩家》，哔哩哔哩

# 1.3 Roblox: Metaverse雏形

- **Roblox是一家提供沙盒类游戏创作和在线游玩的游戏平台。**Roblox成立于2004年，Roblox提供简洁实用的创作工具，帮助内容创作者产出丰富有趣的UGC游戏内容，并吸引玩家来到平台进行游玩；用户通过自定义形象、社交和丰富的游戏内容而沉浸在Roblox平台中。近年来公司加速发展，成为风靡全球青少年群体的在线游戏平台。
- **Roblox平台生态包括Roblox Client、Roblox Studio和Roblox Cloud三层结构：**Roblox Client作为客户端，为玩家提供一个探索丰富数字世界的平台，用户在平台上可以自由选择由内容创作者所开发的游戏内容；Roblox Studio作为开发端，提供工具集供内容创作者搭建、发布和使用3D游戏或客户端中可使用的其他内容，形成良好的创作者生态；Roblox Cloud作为底层基建，为在线游戏平台提供技术和服务支持。
- **Roblox平台运营机制形成正向循环。**Roblox自身不开发游戏，而是给玩家提供一个平台和简单易学的开发工具，让玩家创造出自己的游戏或道具，激发了丰富的内容生态。同时，平台社交功能也吸引越来越多玩家进入，提升真实性和互动性，玩家在平台上可以获得丰富的游戏和社交体验。



资料来源：Roblox招股说明书，中信证券研究部绘制



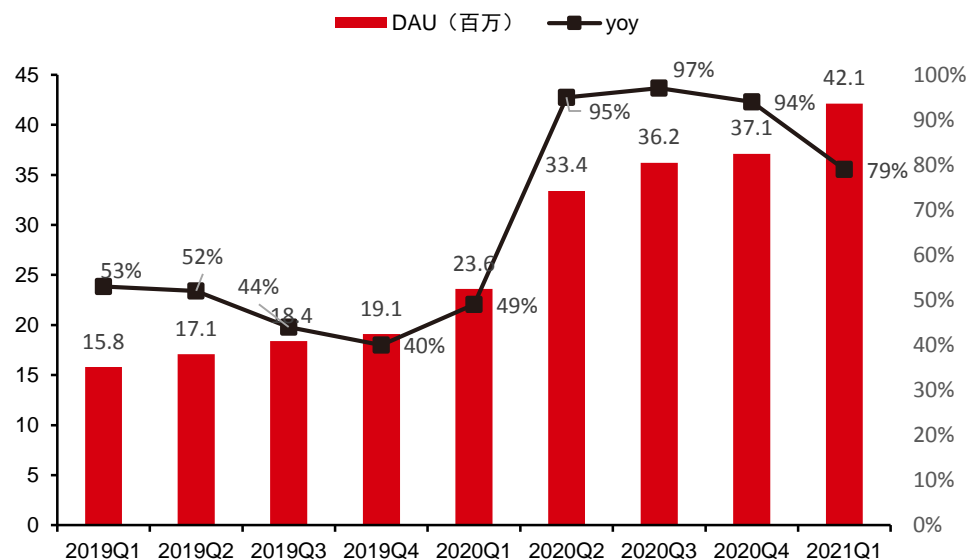
资料来源：Roblox招股说明书



## 1.3 Roblox: Metaverse雏形

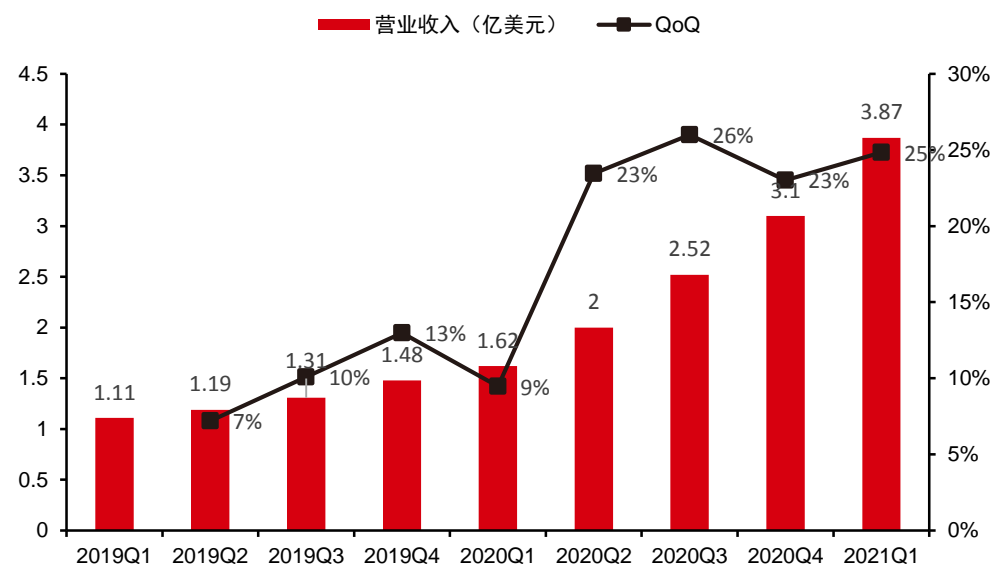
- 截止2021年一季度，Roblox的日活用户达到4200万，去年同期2360万，同比增长79%。同时，Roblox每日活用户平均预订量为15.48美元，同比增长46%，用户在平台使用时间累计约为97亿小时。高粘性和高留存率将持续为Roblox带来机遇。
- 2021年一季度营业收入达到3.87亿美元，环比增速达25%，4月份营收达1.43-1.45亿美金，主要得益于公司内容体系趋于丰富。2019年/2020年营业收入分别为5.09和9.24亿美元。目前公司仍处于净亏损状态，主要原因是平台创作者规模扩大，分成费用的提高拖累了企业的业绩，但公司对创作者的投入预计将会为公司长期发展提供动力，公司业绩有望实现长期稳健增长。

Roblox DAU变动情况



资料来源：Roblox公告，中信证券研究部

Roblox 营业收入变动情况



资料来源：Roblox公告，中信证券研究部

## 2. METAVERSE核心特征

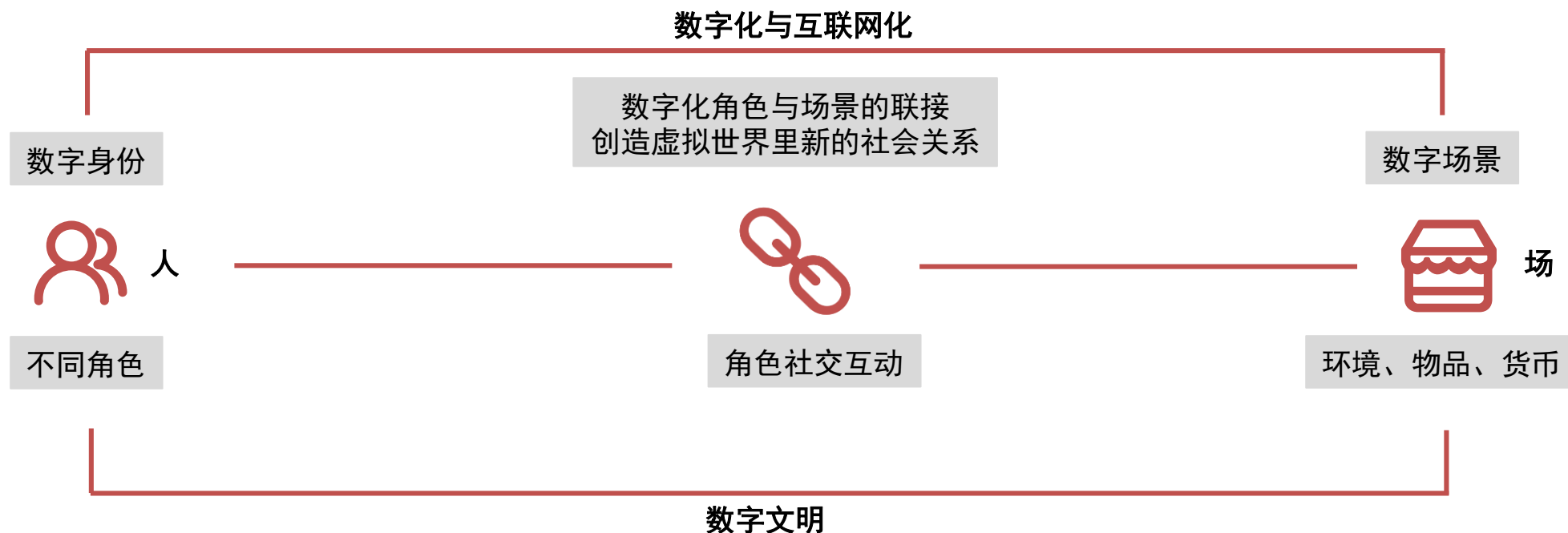
---

- I. 数字化
- II. 真实性
- III. 多元化
- IV. 社交性

## 2.1 数字化

- Metaverse是以数字化形态呈现的平行世界，每个参与者通过创建数字身份进入数字场景，在同一个数字场景中产生新社会关系，创造新型数字文明。相比传统游戏和社交平台，Metaverse将进一步实现线上线下一体化以及实体与数字的融合。其中，Metaverse世界的数字货币、数字物品将带来更真实深入的体验，贴近现实的场景增强用户参与感。

### Metaverse 数字化体系



资料来源：中信证券研究部绘制

## 2.2 真实性

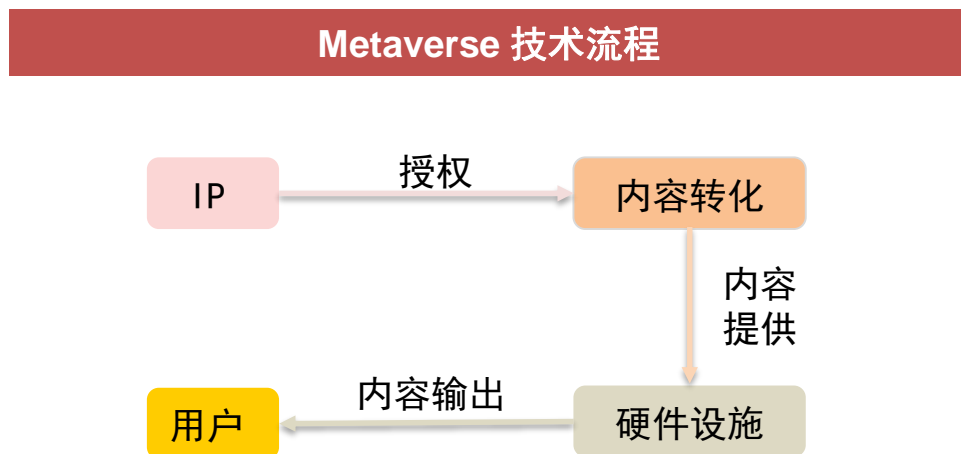
- Metaverse与现实世界平行并高度互通，同时具有完整且封闭的经济，每个人都可以参与体验“第二人生”，多方位真实性带给用户沉浸式体验。
  - 1) 场景：Metaverse在场景描绘中会考虑更多现实细节，带来更丰富的体验。
  - 2) 社交：每个人都在同一个Metaverse场景中，无论现实中是否认识，都可以进行社交。
  - 3) 时间同步：Metaverse世界中时间不会延迟也不会暂停，无限期持续，所有事情都是同步发生的。
  - 4) 与现实联接：区块链等技术有望连接实体与数字，使数字资产有变现的可能，能够在现实中流通。



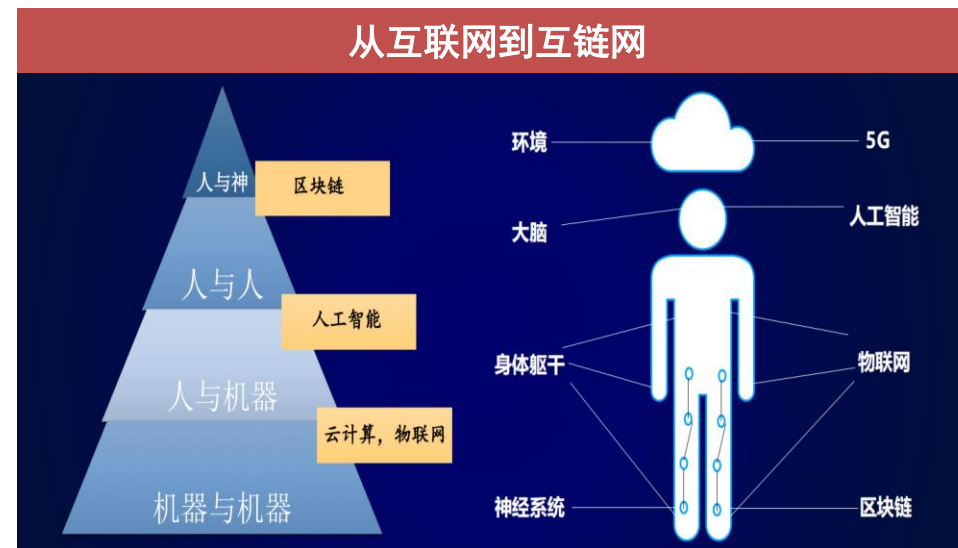
资料来源：Roblox

## 2.3 多元化

- **内容上：** Metaverse为参与者提供丰富的内容，包括玩法、素材等，带来了前所未有的创作机会，赋予每个人创造的权利，开放式的平台让它变得更加繁荣。Roblox游戏中的大多数内容都是由用户创造的，拥有来自世界180多个国家的玩家，是一场世界范围内的互联网游戏变革。去中心化的管理让每个人都可以主导自己行为，不受单方的统一控制。用户可以创作新的场景、商品、内容等，增强趣味性与互动性，文化融合与强包容性促进形成正向循环，极大丰富Metaverse内容。
- **技术上：** Metaverse需要包括VR/AR、云计算、人工智能、脑联机等在内的多项复杂技术，这意味着它的创造不是一家公司完成的。Metaverse首先需要IP版权授权将内容转化为MTVS，再通过VR等硬件设施将内容输出到用户端。



资料来源：中信证券研究部绘制



资料来源：幂度科技/追梦者基金



## 2.4 社交性

- 用户通过虚拟数字身份，不仅能搬运和重构线下社交生活，还能突破物理时空局限，实现更多高参与度、高互动性场景的社交，如全球用户在同一虚拟场景中合作完成任务等，促使社交线上化，对主流社交模式产生重大变革；同时，元宇宙超强的互动性和真实性保证了用户的成瘾性和使用时长，使得社交属性进一步提升。
- 作为互联网用户的刚需，社交属性能通过“口碑效应”和用户裂变属性成为低成本获客方式，且强化客户留存。

《头号玩家》电影截图



资料来源：电影《头号玩家》

Roblox与Gucci联名的背包虚拟商品



资料来源：Roblox平台

### 3. METAVERSE对内容行业带来的机遇

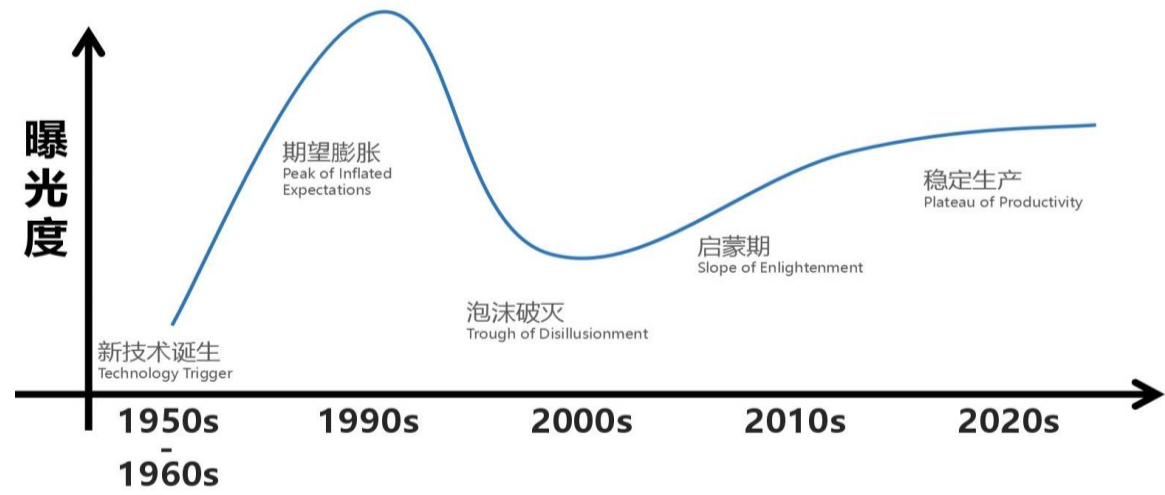
---

- I. 真实且深入的内容呈现方式提升用户体验
- II. 增加用户时长
- III. 带来更大的商业化空间
- IV. 优质内容的重要性与价值进一步提升

# 3.1 真实且深入的内容呈现方式提升用户体验

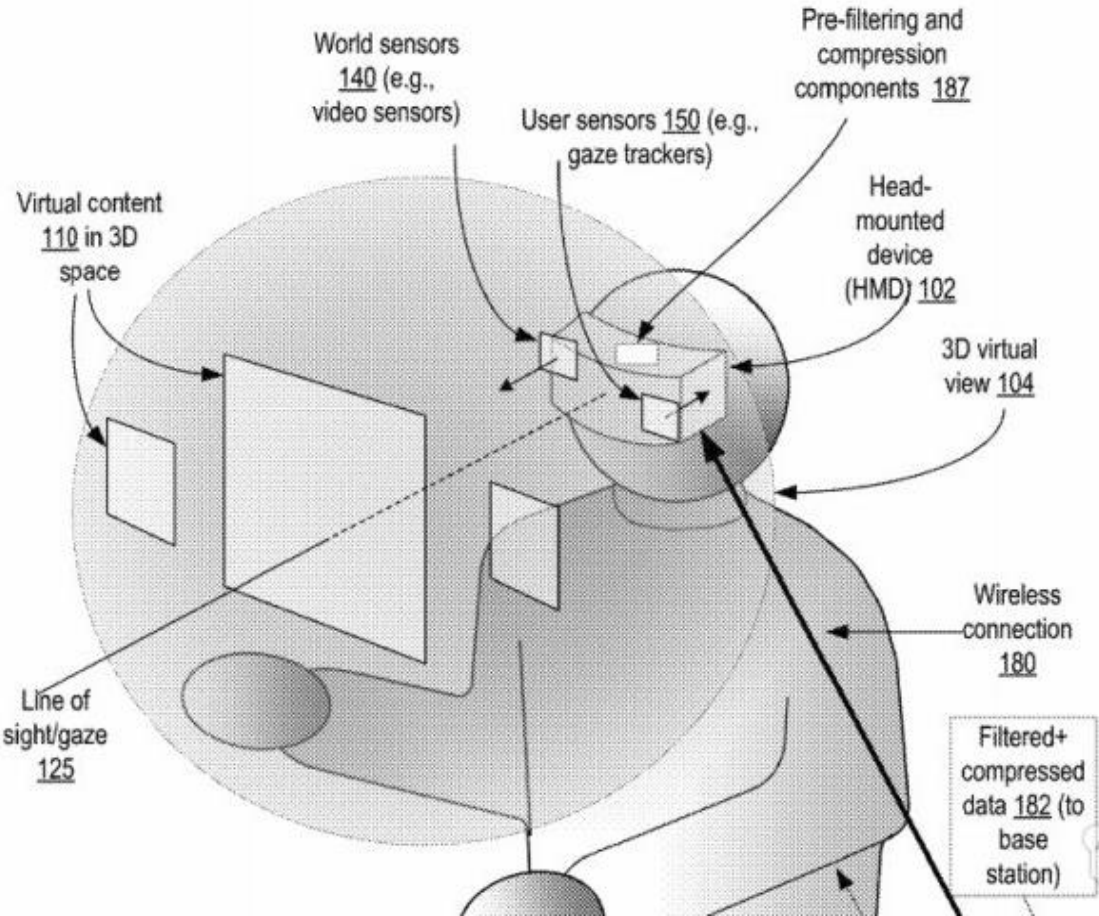
- 通过VR/AR/MR，用户可以获得全新的视觉等综合体验。
- 相比传统视频，Metaverse内容以更真实、深入的方式呈现，带来沉浸式体验，提升用户留存率。
- 相比传统游戏，用户不需要用手指在手机或电脑进行操作，而Metaverse里则不需要这种载体，用户直接通过肢体，如挥动手臂或转动身体进行交互，体验感更深入。

VR技术成熟度曲线



资料来源：逐鹿VR

苹果公司头戴式显示器MR专利图示



资料来源：Apple

## 3.1 真实且深入的内容呈现方式提升用户体验

- 开放自由创作的Metaverse能持续产生内容，带来更多的选择权和更高的互动性。为了保证虚拟空间的流量和永续性，元宇宙必须开放第三方接口，降低创作门槛，来持续发展内容工具和生态，为用户提供类似现实生活的选择广度。
- 开放世界游戏为用户提供高沉浸度和自由度的探索体验。以Take-Two旗下经典游戏《GTA5》为例，在游戏打造的虚拟城市“洛圣都”中，玩家不仅能在推进主线剧情的过程中自由探索城市细节，参加一系列非线性的支线任务，还可以通过Mod添加/替换游戏内容，为玩家带来强大的沉浸度和自由感。
- 沙盒游戏为玩家提供充分的自由打造作品的空间。以Mojang Studio（2014年由微软收购）所打造的沙盒游戏Minecraft为例，玩家可以在随机生成的3D世界中，在不同模式的规则下探索、交互，同时允许在多人/单机模式下自由打造建筑物、创作地图和制定游戏规则。



资料来源：GTA5



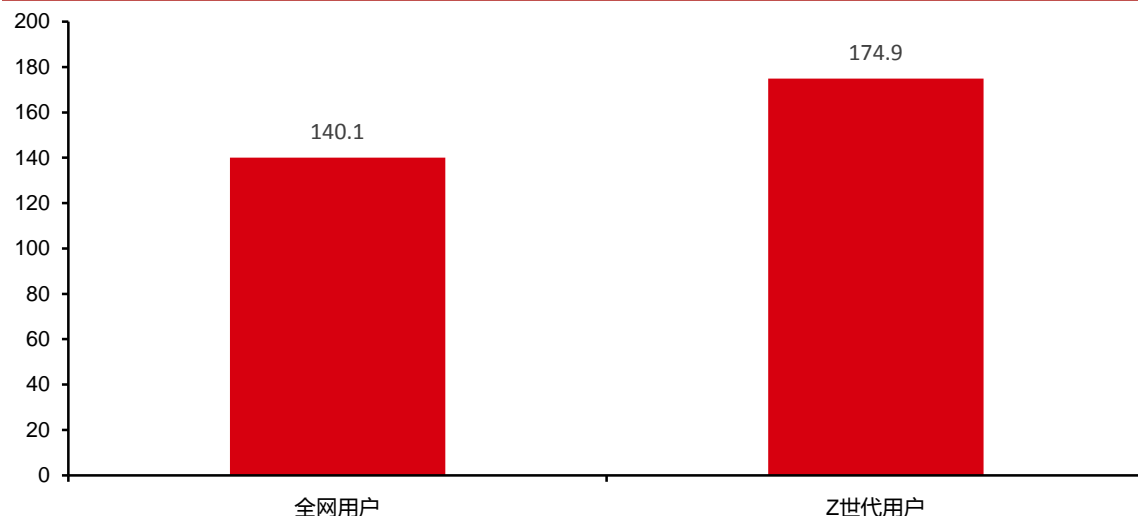
资料来源：Minecraft



## 3.2 有望获取更长的用户时长，尤其对原生互联网受众群体

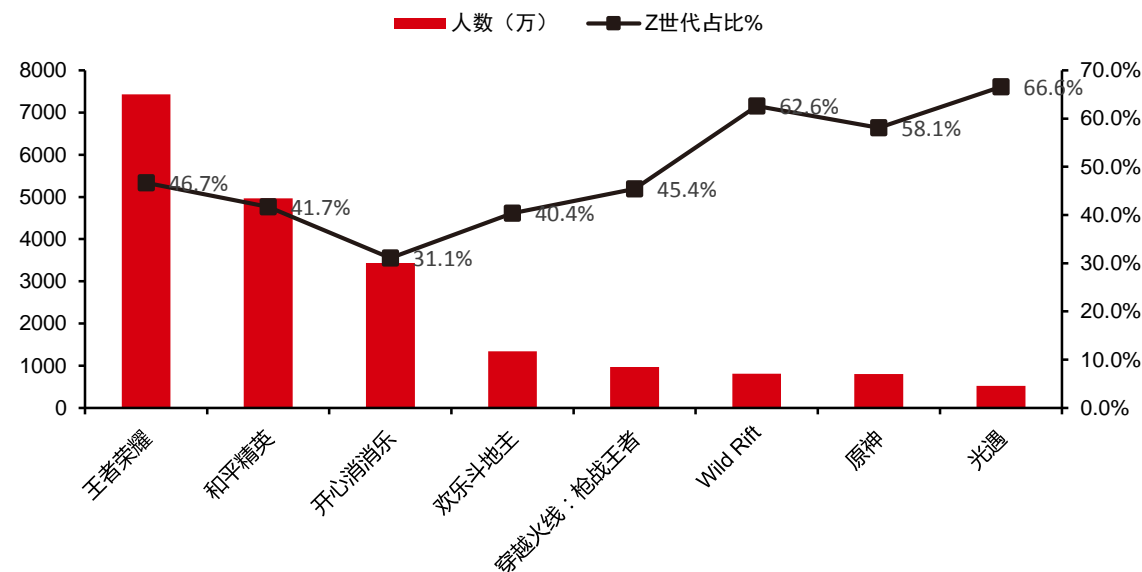
- 目前文学、内容转化成影视、游戏是主流，例如唐家三少小说《斗罗大陆》转换成影视动漫和手机游戏。Metaverse将内容转化成更真实内容，影视方面或以AR/VR的互动剧的形式呈现，增加用户的体验感；同时，自由度更高、真实度更强的RPG游戏世界有望带来更深入的体验，并进一步增加用户时长。
- 据QuestMobile数据显示，2020年11月Z世代人均每月使用互联网时长为174.9小时，高出全网平均用户近35小时，互联网已成为新世代生活不可分割的一部分。游戏或成为Metaverse的主要内容，2020年11月Top2手游《王者荣耀》和《和平精英》用户规模分别达到7000万和5000万的体量，Z世代用户占比均逾40%。Metaverse有望给Z世代为代表的原生互联网受众群体带来更丰富的体验，占据用户群体更多时长和场景。

2020年11月Z世代与全网用户月人均使用互联网时长（小时）



资料来源：QuestMobile，中信证券研究部

2020年11月手游行业用户规模及Z世代占比



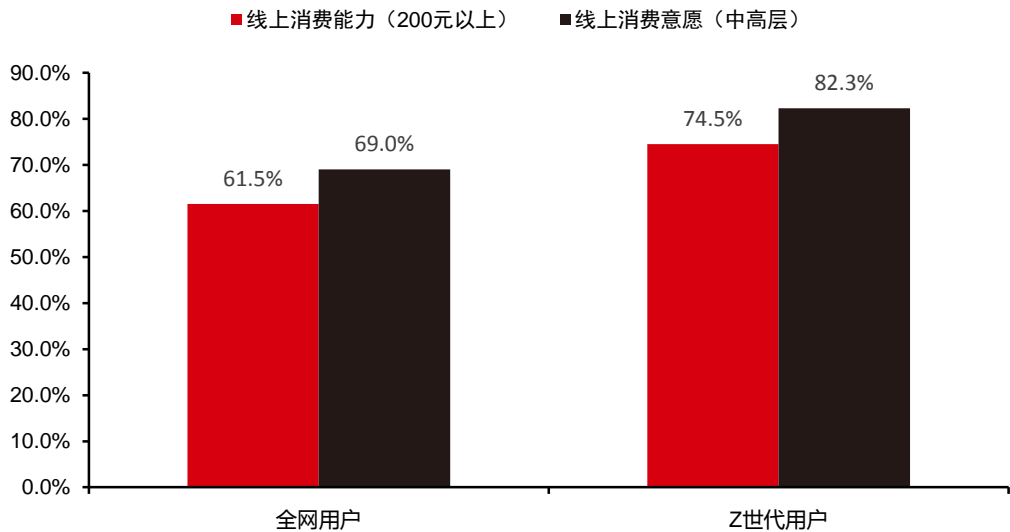
资料来源：QuestMobile，中信证券研究部



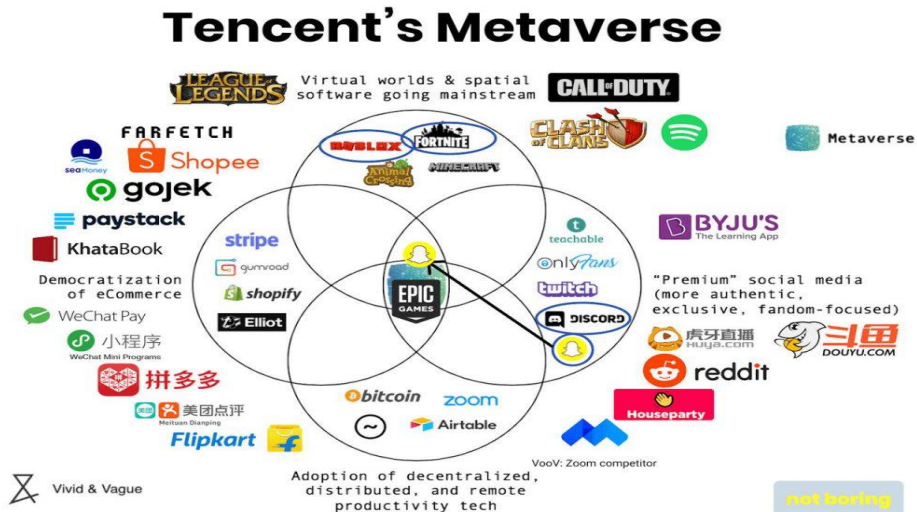
### 3.3 更大的商业化空间-更加依赖和认可

- **Metaverse**推动用户对虚拟互联网世界的依赖和认可更高，愿意在虚拟世界支付更多的经济利益
- **Metaverse**是与现实高度平行的“第二世界”，具有游戏、视频、社交等丰富多样的内容，带来很多商业化机会，用户和商家可以进行交易。同时区块链技术等应用，有望使其与现实打通，数字资产并不是完全虚拟，而是拥有可变现、可在现实中流通的能力，商业化空间进一步拓宽。
- **商家端**：由于Metaverse功能完备，很多平台都可以接入并实现商业化变现，商家可提供商品服务，如会员、付费订阅、皮肤等。
- **用户端**：QuestMobile数据显示，更多的线上场景与时长、更强的消费意识和优越的生活条件使用户线上消费能力和消费意愿日渐增强。而更深入的场景，更多的社交，更长的市场，更丰富的内容有望进一步提高用户在Metaverse上的消费倾向。

2020年11月Z世代与全网消费能力与消费意愿



腾讯公司Metaverse布局



资料来源：Nasdaq, not boring, gamelook

### 3.3 更大的商业化空间-渠道更多

- **Metaverse潜在的商业化机会：**1) 用户体验：用户可以体验游戏、社交、在线音乐等服务；2) 发现流量：通过这些找到感兴趣的内容；3) 创作者经济：帮助创作者在Metaverse中创造，如设计工具、动画系统、图形工具、货币化技术等；4) 空间计算：将对象带入3D、计算到世界中的对象并允许我们与它们交互的软件，包括 3D 引擎、手势识别、空间映射和AI；5) 去中心化：经济系统更自由化和民主化；6) 人机界面：帮助访问虚拟世界的硬件——从移动设备到 VR 耳机，再到高级触觉和智能眼镜等未来技术；7) 基础设施：半导体、材料科学、云计算和电信网络，使构建任何更高层成为可能。



## 3.4 优质内容的重要性与价值进一步提升

- 复盘移动互联视频化直播化历史，视频化趋势下，各平台都着力拓展内容，内容成为增加用户留存和用户时长的核心要素，丰富且良好的内容生态有助于平台商业价值的提升。
- 同样，我们认为元宇宙也需要足够的优质内容吸引用户进入和留存，需要更有价值、具有真实感的内容激发消费者的兴趣，尤其是新世代群体对独特、优质内容需求要求更高。元宇宙更加深入的体验下，用户对优质内容需求进一步提升。

内容生态商业模式图



新世代群体的兴趣爱好丰富多彩



## 4.METaverse对内容行业带来的挑战

---

- I. 优质的内容和出色的制作能力构筑现阶段内容巨头壁垒
- II. 内容巨头新渠道的迭代：依托IP优势构筑新内容转化能力
- III. 传统影视和游戏用户参与度不足，改编仍面临挑战
- IV. Metaverse更复杂的制作能力给传统内容制作方带来更大挑战
- V. 创作平台与形式变化，或对原内容体系方格局形成挑战



4.1 优质的内容和出色的制作能力构筑现阶段内容巨头壁垒

- 传统内容巨头凭借优质的内容和出色的制作能力构筑现阶段竞争壁垒。①阅文集团手握大量优质内容，截至2020年底平台拥有900万位作家和1300万部作品。同时，腾讯影业、新丽传媒和阅文影视“三驾马车”打通网文IP改编全链路，旗下IP《庆余年》、《赘婿》等改编的影视剧均取得口碑与热度双丰收。②芒果超媒凭借优质内容构筑核心竞争力，2020年共上线超40档自制综艺和57部重点影视剧。同时平台有大量题材多样的优质内容储备，预计2021年每季度将上线1-2部S+级剧集、1部S级剧集和多部A级剧集。传统内容巨头凭借优质内容和出色的制作能力构筑核心竞争力，未来有望持续领跑。

腾讯影业、新丽传媒、阅文影视“三驾马车”联合出品



《庆余年》  
获得第 26 届  
白玉兰奖



《赘婿》  
播放期间云合网络剧  
播放榜第一

资料来源：阅文集团

2021年芒果超媒剧集（部分）

剧名	题材	剧名	题材
猎狼者	当代涉案	涩女郎	新女性
礼物	她悬疑	对你的爱很美	都市家庭
海葵	家庭悬疑	我和我们在一起	新女性
她们的镯子	都市家庭	完美证据	律政检察
阳光之下	都市悬疑	逆光者	缉毒涉案
起跑线	当代都市	天下长河	古装历史
好男好女	都市情感	凭栏一片风云起	年代传奇
无法恋爱的理智派	都市情感	玉兰花开君再来	年代情感
八零九零	生活养老	梦醒长安	古装宫廷

资料来源：芒果TV，中信证券研究部



## 4.2 内容巨头新渠道的迭代：依托IP优势构筑新内容转化能力

- 新渠道和新场景持续迭代下，内容巨头依托IP优势构筑新内容转化能力，探索IP变现新模式。由于《明星大侦探》和《密室大逃脱》等实景解密推理类综艺的火爆，观众对体验性和互动性的要求不断提升，芒果TV首家自营实景娱乐剧本杀节目门店芒果M-CITY明星大侦探在长沙开业，“五一”假期，该门店累计体验人数超900人次，总营收超过长沙其它剧本杀门店一个月收入总和，未来“芒果M-city”将在上海、成都、武汉等地开设更多新门店。随着消费者对互动性和参与度需求的不断提升，传统内容平台也在进行渠道和场景的转型和优化以满足用户需求。

芒果热门实景解密推理类综艺



资料来源：芒果TV



资料来源：芒果TV



## 4.3 传统影视和游戏用户参与度不足，改编仍面临挑战

- 传统影视和游戏给用户带来的互动性和参与度不足，改编仍面临挑战。传统影视剧集仅能靠内容和演员演技给观众带来观感的提升，即使是3D电影也只能在视觉方面增强观众体验，总体来说传统影视和游戏缺乏互动性和用户参与度，无法给用户带来多感官全方位的沉浸式体验，在增强体验和改编方面仍面临诸多挑战。

传统影视剧的观众缺乏沉浸感



资料来源：《大话西游》剧照

《头号玩家》中“绿洲”游戏体验感强



资料来源：《头号玩家》海报

## 4.4 Metaverse更复杂的制作能力给传统内容制作方带来更大挑战

- 现阶段IP改编电视剧、动漫、游戏制作难度和成功率尚有挑战，制作更加复杂的元宇宙内容对内容运营能力只会要求更高。《盗墓笔记》作为盗墓题材小说代表作，九部总销量超过1200万册，荣登2016中国泛娱乐指数盛典“中国IP价值榜-网络文学榜top10”，但基于原作改编的影视版《盗墓笔记》（2016）在拥有金牌编剧和顶级流量演员的加持下仅收获豆瓣评分4.8。根据《速度与激情》IP打造的动作手游《速度与激情游：十字路口》获得Metacritic的媒体均分33（百分制），玩家均分2.7（十分制），IGN评测4分。元宇宙内容复杂度更高，预计对内容制作的技术与运营要求将进一步提升。


### 《盗墓笔记》豆瓣评分

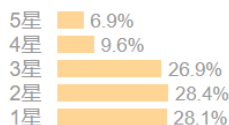
#### 盗墓笔记 (2016)



导演: 李仁港  
编剧: 徐磊 / 杜俊 / 孙武 / 王小荃 / 叶长清  
主演: 井柏然 / 鹿晗 / 马思纯 / 王景春 / 张博宇 / 更多...  
类型: 悬疑 / 奇幻 / 冒险  
制片国家/地区: 中国大陆  
语言: 汉语普通话  
上映日期: 2016-08-05(中国大陆)  
片长: 123分钟  
又名: 盗墓笔记电影版 / Time Raiders / The Lost Tomb  
IMDb: tt5354664

豆瓣评分

4.8  168572人评价



好于 8% 冒险片  
好于 11% 悬疑片

### 《速度与激情：十字路口》游戏





## 4.4 Metaverse更复杂的制作能力给传统内容制作方带来更大挑战

- 优质内容的富媒体转化是大趋势。用户不满足于文字、图片内容，内容方将IP转化成影视动漫、游戏，例如《斗罗大陆》、《斗破苍穹》、《诛仙》等，在原有IP粉丝群体的基础上吸引了更多粉丝。
- 相比于影游转化，将内容改造成Metaverse面临更大的技术难题，需要更高的研发投入。1) Metaverse要求效果高度逼真，从场景到人物的精细刻画意味着更多人力和物力投入；2) Metaverse融合了包括游戏、视频等多种形式的內容，需要创新内容运营方式；3) 内容转化方面必须进行更多考虑，包括内容的筛选、呈现方式等。

小说《斗破苍穹》改编动漫



资料来源：动漫《斗破苍穹》

Epic工具支持制作高度逼真的人脸并支持人体动作和面部动画



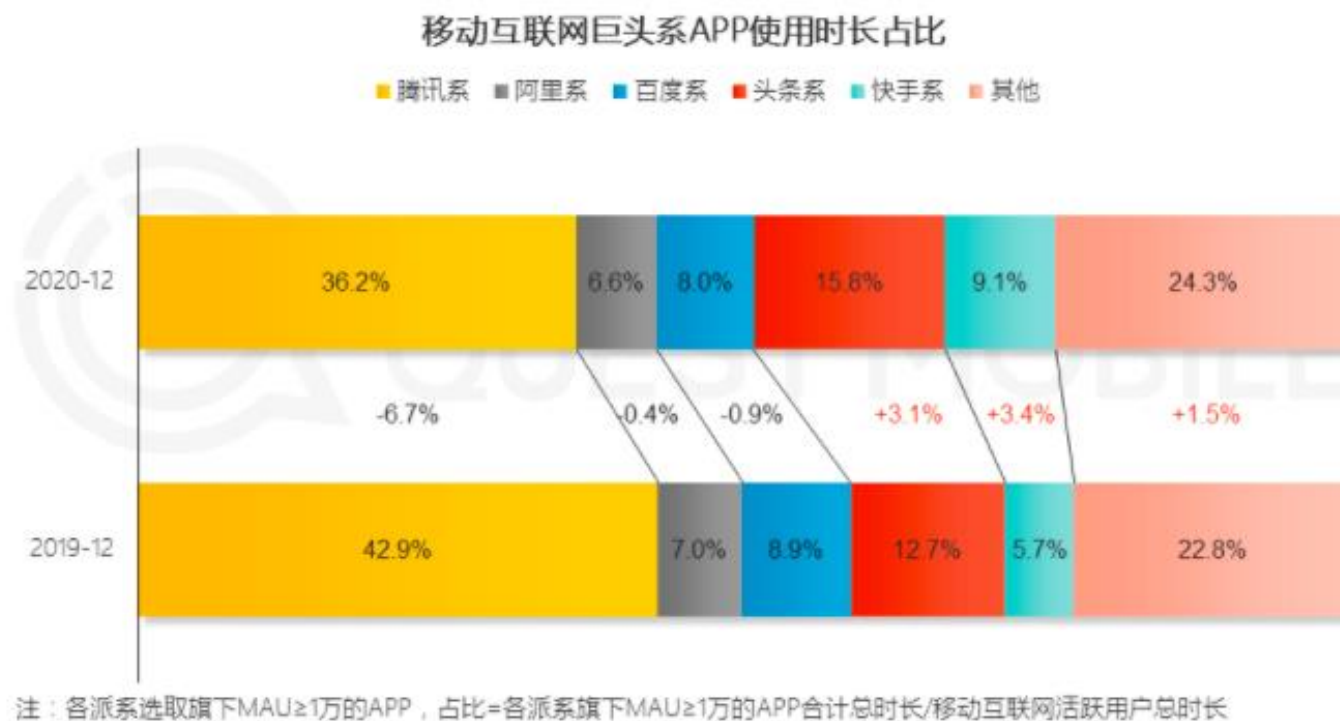
资料来源：腾讯网，Epic

## 4.5 创作平台与形式变化，或对原内容体系方格局形成挑战

### ■ 短视频发展对原内容格局带来变化：

- 复盘互联网发展历史，从图文到视频，每一轮新媒体形式的变化都带来新的创作生态变化，如抖音、快手为代表的短视频平台积累了海量视频内容创作者，生产了大量原创短视频、短剧等，成为重要的新内容生产平台。
- 图文形式要求文字内容精准细致，平面视角较强；而短视频则更具直观性，有代入感，容易加深印象，且创作门槛越来越低，推进意见领袖全民化趋势。
- 短视频信息流模式具有成瘾性，成为时间黑洞抢占用户使用时长，根据QuestMobile，头条及快手系的“短视频+直播”产品形态抢占效果明显。

### 短视频APP加速抢占用户使用时长



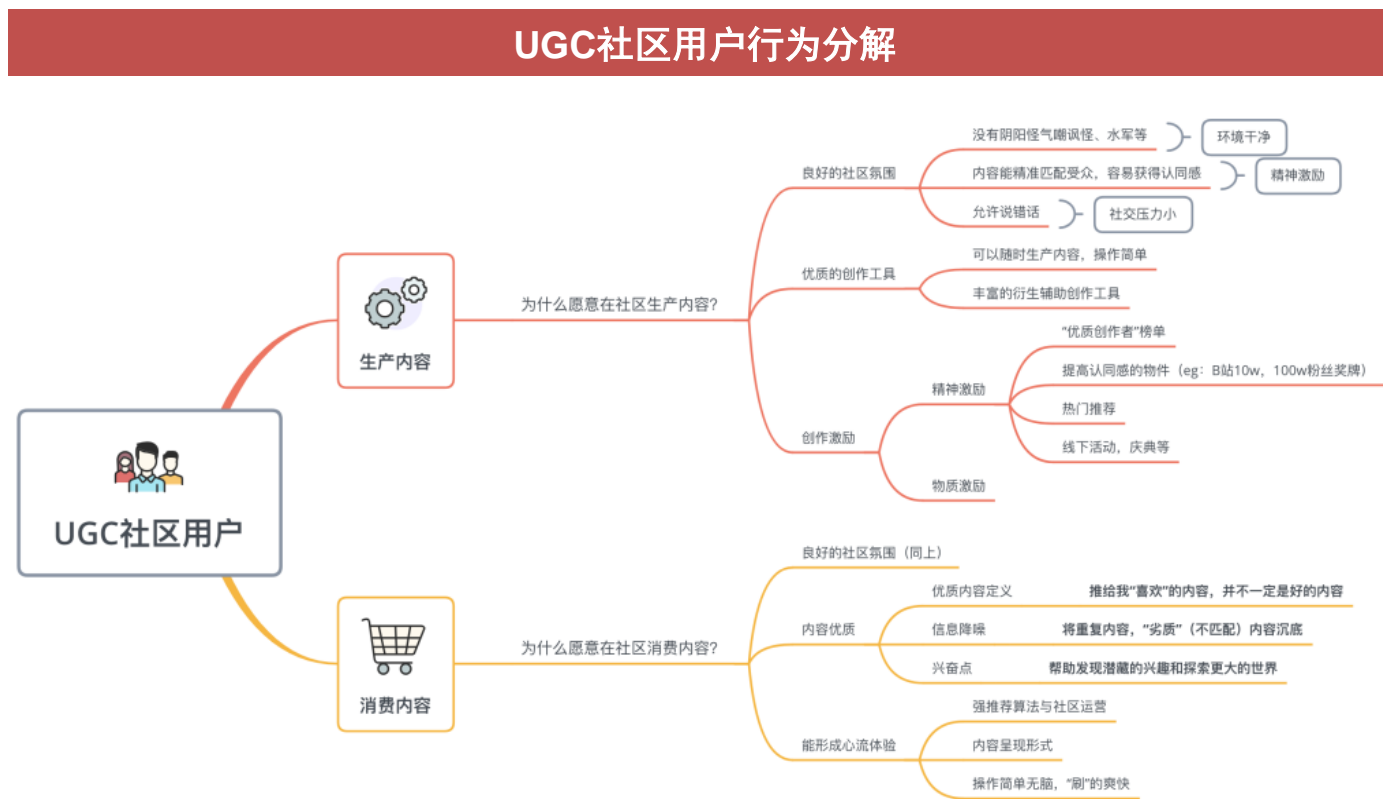
资料来源：QuestMobile，TRUTH，中国移动互联网数据库；2020年12月



## 4.5 创作平台与形式变化，或对原内容体系方格局形成挑战

### ■ Metaverse演进更大，或带来更多变化：

- 目前各平台UGC多为视频、音频、图片、文字等形式，依托优质的内容吸引用户留存，而Metaverse的兴起，预计会带来新的创作平台与形式，在Metaverse搭建新内容社区平台或挑战原有内容体系平台。
- Metaverse可以突破物理时空局限，因此观众与内容创作者进行实时、高度交互的娱乐方式也将成为可能，例如允许观众进入虚拟直播空间进行互动，亦或允许观众进入视频的拍摄场所，体验真正的身临其境。
- 线上、线下一体化是Metaverse的最终结构，因此现实世界与虚拟空间的互通、交流也能极大程度地丰富内容形式。



资料来源：人人都是产品经理

## 5. 风险因素

---

## 6.投资建议

---

- I. 阅文集团
- II. 芒果超媒

基于对Metaverse特征的分析，我们认为未来可重点关注拥有以下特点的平台：

- **足够多的优质世界观内容：**优质内容必然是长期吸引流量的磐石
- **足够多的粉丝积累：**基础流量能够快速铺开“口碑效应”和实现高效用户裂变
- **持续迭代的内容制作能力：**Metaverse对内容制作转化提出更高要求，如通过开放自由创作、开放第三方接口、降低创作门槛，鼓励用户持续产生内容，形成自我进化机制，达到内容创新的高频和永续，不被淘汰，具备较强内容制作经验，具备较强内容人才、资源、资本储备平台竞争力有望更强
- **良好的社交能力和场景：**社交作为现代网民刚需，是低成本获客和提升用户使用时长的好属性。元宇宙突破物理时空局限，扩大了应用场景可能性，使得社交属性进一步提升，因此拥有社交能力和丰富场景的平台有望作为优质平台吸引、留存更多用户

# 阅文集团（00772.HK）：网文内容龙头地位稳固，IP转化能力领先



- **深耕内容创作，在作家数、作品数、作品影响力方面居行业龙头地位。**截至2020年底，阅文平台拥有900万位作家，作品总数达1390万部。根据2021年2月百度小说风云榜数据排名前30名的网络文学作品中，有26部出自阅文旗下平台，公司在网络文学行业龙头地位稳固。在文学出版方面，2019年公司平台的45部文学作品和27位作家获得了国家新闻出版广电总局、中国作家协会及各省市作家协会授予的荣誉及奖项。据速途研究数据显示，2019年网络文学男作家影响力TOP50中公司占比96%，女影响力作家占比88%。阅文集团在内容创作方面的深厚积淀为线下实景娱乐内容如剧本杀剧本创作提供了有力的支撑。
- **背靠腾讯，IP授权改编屡获成功，转化能力成熟。**公司拥有大量IP储备，且已经获得较多IP成功转化案例。据中国电影家协会的资料显示，2018-2019年度网络文学IP改编影视剧用户评论满意度排名前12名中，有10部作品的原著小说出自阅文旗下。公司2020年后上线的《赘婿》《流金岁月》《庆余年》等剧集均取得了高关注度和良好的口碑。在游戏方面，根据《斗罗大陆》改编的游戏《斗罗大陆：武魂觉醒》多次进入iOS游戏畅销榜前十。公司通过“新丽传媒+阅文影视+腾讯影业”三驾马车协同驱动，IP转化能力日趋成熟。在剧本杀内容精品化趋势下，阅文集团有望通过其优质的IP储备和优秀的转化能力在产业链上游发挥举足轻重的作用。

阅文集团盈利预测					
项目/年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入：百万元	8,347.77	8,525.70	10,217.72	11,822.94	13,474.26
营业收入增长率	65.69%	2.13%	19.85%	15.71%	13.97%
净利润：百万元	1,120.58	-4,531.40	1,363.89	1,516.14	1,760.47
净利润增长率	23.05%	-504.38%	N/A	11.16%	16.12%
每股收益EPS(基本)：元	1.11	-4.48	1.35	1.5	1.74
毛利率：%	44.23%	49.66%	46.56%	46.65%	46.81%
净资产收益率ROE：%	5.78%	-30.02%	8.29%	8.44%	8.92%
每股净资产：元	19.16	14.91	16.26	17.75	19.49
PE	69.4	N/A	57.0	51.3	44.2
PB	0.6	0.7	0.7	0.6	0.6



# 芒果超媒（300413）：强大IP支撑，内容运营能力出色

- **优质自制内容构筑核心竞争力。**2020年，芒果TV互联网视频业务实现营收90.6亿元（同比+43%），其中广告收入41.4亿元（同比+24%）；会员收入32.6亿元（同比+92%），2020年末芒果TV有效会员数达3613万（同比+97%），会员数量和收入均有大幅增长。公司依托优质自制内容构筑核心竞争力，坚持自建工作室+外部战略合作工作室双管齐下的发展策略，截至2020年底共有20个综艺节目团队、12个影视剧制作团队和30家战略合作工作室，打造优质、可持续的自有内容生态。
- **用户画像年轻，拥有优质内容储备、内容制作与运营能力。**芒果TV主打年轻女性用户，根据艾瑞数据，芒果TV女性用户占比72.4%。2020年，芒果TV共上线超过40档自制综艺和57部重点影视剧，预计未来每季度将上线1-2部S+级剧集、1部S级剧集和多部A级剧集。未来公司将坚持长视频内容战略，启动“芒果季风”计划，联动湖南卫视与芒果TV打造精品剧集，有望持续增强内容领域核心竞争力。目前公司剧本积累已经达到数百本，密室相关主题30多个，在优质内容储备、IP开发等方面具备明显优势。

芒果超媒盈利预测					
项目/年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入：百万元	12,501	14,006	17,359	20,636	23,257
营业收入增长率 YoY	29.40%	12.00%	23.90%	18.90%	12.70%
净利润：百万元	1,156	1,982	2,409	2,939	3,382
净利润增长率：YoY	33.60%	71.40%	21.50%	22.00%	15.10%
每股收益 EPS（基本）：元	0.65	1.11	1.35	1.65	1.9
毛利率	33.70%	34.10%	33.60%	33.80%	33.90%
净资产收益率ROE	13.20%	18.70%	18.80%	19.00%	18.20%
每股净资产：元	4.93	5.95	7.18	8.7	10.43
PE	106	62	51	42	36
PB	13.9	11.5	9.5	7.9	6.6
PS	9.8	8.7	7.0	5.9	5.3

资料来源：WIND，中信证券研究部预测，股价截止日2021-6-30



感谢您的信任与支持！

THANK YOU

王冠然（首席传媒分析师）

执业证书编号：S1010519040005

# 免责声明



证券研究报告 2021年6月29日

### 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：（i）本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；（ii）该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

### 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%～20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%～5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%～10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

### 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

### 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由CLSA Europe BV或 CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

### 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34及35条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024/12/2020。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**欧盟与英国：**本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由CLSA（UK）或CLSA Europe BV发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由CLSA（UK）与CLSA Europe BV制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

**澳大利亚：**CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）(商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159) 受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及CHI-X的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由CAPL仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经CAPL事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第761G条的规定。CAPL研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

### 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券2021版权所有。保留一切权利。