

传媒行业 2021 年中期策略报告

从流量到留量：抓住年轻人、拥抱视频化、提升专业化

- 中国的移动互联网已经进入存量博弈时代。根据 Quest Mobile 数据，中国移动互联网月活跃人数 20 年月均增速已降低至 1.7%。使用时长和用户使用 APP 的平均数量增长也均已陷入停滞。种种数据说明，中国移动互联网流量红利期已经进入尾声，移动互联网竞争的核心将从抢流量转向抢内容。
- 为了流量：巨头们将目光投向下沉市场和海外。1) 用户破圈和生态扩张：**为了进一步获取流量以及抢夺用户的注意力，互联网大厂们依托自身的超级 APP，通过多种不断将边界外延，寻找更多的形式输出流量，进一步扩张生态，而在内容上，力图在尽力保持原有社区调性的前提下，完善内容结构，实现用户的“破圈”。**2) 用户下沉和流量深耕：**根据 Quest Mobile 数据显示，三线及以下城市已经成为了流量增长的主要驱动力，且用户的应用场景正逐步实现向与现实生活紧密联系的场景的迁移。小程序也成为了大厂们除扩张 APP 版图外深耕流量渠道的主要方式。小程序已经成为众多应用的重要流量入口。**3) 国际化和文娱出海：**海外依然是互联网流量的“洼地”，而随着中国文化和中国互联网企业影响力的增加，文娱出海也成为重要的增长方向。
- 如何留量：内容形式视频化。**视频化是内容消费和生产的长期趋势，视频化知识生产的背后是带宽技术拍摄工具等客观条件的成熟。面向未来，视频化的趋势将从产业、盈利模式、技术等多维度带来原有行业的巨大变化。从产业上下游来看：相比目前仍较为低效的“搭班式”内容生产模式，未来视频内容生产的分工将愈发精细化、标准化。从盈利模式来看：视频内容制作的精细化及算法推荐的精准化将催生内容付费盈利模式的不断成熟。从技术升级来看：5G 所带来的大带宽低时延等优势或将催生内容消费的新模式。
- 如何留量：内容需求年轻化。**整个 Z 世代用户规模已于 2020 年突破 3 亿，长期以来也是整个线上经济的重要增长引擎。而如何抓住年轻人的差异化消费需求，将是把他们留住的核心要素。
- 如何留量：内容生产专业化。游戏领域：**由于玩家代际的变迁，人们对于游戏品质的要求越来越高，玩家的需求倒逼行业技术的升级，精品游戏正在崛起，游戏开发的门槛也随之提升。**视频领域：**视频内容创作正从“娱乐向红海”转向“精专化蓝海”。凭借专业化的竞争壁垒、精准的粉丝圈层和知识付费等多元变现，展现出新的发展潜力。而技术的进步，也导致上下游分工细化加专业化，共同推动内容精细化。
- 行业投资策略：**在存量时代，游戏的规则正在发生变化，但并不说明行业机会的减少。相反，当行业从跑马圈地粗放式的获取流量转向通过精耕细作将量留住的新时代后，我们认为会有更多如 B 站、心动、米哈游一样的公司，抓住用户变迁的机会通过内容的创新、技术的变革，实现自身的成长。我们看好优质内容公司和积极探索新增长曲线的平台公司的成长性。建议关注：视频内容：芒果超媒、快手、哔哩哔哩；游戏内容：完美世界、心动公司；平台型公司：腾讯控股。
- 风险提示：**国内外政策监管风险，行业增速放缓，行业竞争加剧。

推荐（维持）

华创证券研究所

证券分析师：刘欣

邮箱：liuxin3@hcyjs.com

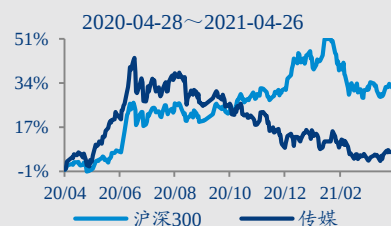
执业编号：S0360521010001

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	172	4.29
总市值(亿元)	17,538.47	2.09
流通市值(亿元)	13,458.07	2.1

相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	1.45	-14.19	5.81
相对表现	-2.79	-23.03	-29.44



相关研究报告

《传媒周观察（20210412-20210416）：Q1 国内手游市场同比环比双增长，电影行业仍需优质片源供给》

2021-04-18

《传媒周观察（20210419-20210423）：快手召开光合大会，多家影视公司针对未授权短视频再发倡议》

2021-04-25

《教育双周报（20210412-20210423）：静待政策落地，民办高教有望迎来估值修复》

2021-04-25

投资主题

报告亮点

在互联网红利逐渐消退，用户和市场步入低增长的背景下，移动互联网的增长逻辑也从注重拉新促活的流量高增长转变为精耕细作的精细化运营用户。在此背景下，一方面移动互联网巨头为了争夺用户注意力、唤醒沉睡用户，在努力的破圈、下沉和出海。但更重要的是从流量到留量，优质内容更加宝贵，且行业游戏规则正在发生改变：内容形式视频化、内容消费年轻化、内容生产专业化正成为行业发展的未来趋势。

投资逻辑

我们看好优质内容公司和积极探索新增长曲线的平台公司的成长性。建议关注仍在高成长的互联网平台芒果超媒、快手、哔哩哔哩；游戏公司完美世界、心动公司、腾讯控股。

目 录

一、互联网存量时代下，游戏规则在改变	6
二、为了流量：大厂们的破圈、下沉和出海	9
（一）破圈：从用户圈层到生态扩张	9
（二）下沉：目标用户下沉和流量深耕	10
（三）出海：国际化和文娱出海	12
三、如何留量：内容形式视频化	14
（一）视频化是内容消费和生产的长期趋势	14
（二）视频化知识生产的背后是带宽、技术、拍摄工具等客观条件的成熟	16
（三）面向未来：内容行业何去何从？	17
四、如何留量：内容消费年轻化	19
（一）年轻人为何对留量来说很重要？仍在崛起的互联网主力军	19
（二）不同成长环境带来代差需求，留量还需差异化、年轻化	20
五、如何留量：内容生产专业化	22
（一）游戏内容：研发门槛提升，技术能力过硬方有望角逐重度游戏新时代	22
1、精品供给与需求崛起，游戏内容的天花板正在抬高	22
2、技术更替实现更多玩法，难度提升研发更需专业化	22
3、从我们的分析框架来看，技术提升如何改变游戏格局？	24
（二）视频内容生产专业化——大一统的内容生产时代已过去，精细化垂类化成为主流	25
1、用户触达通路的精细化推动视频内容生产向专业化精细化方向发展	26
2、细分行业：产业链分工走向精细，视频内容生产注重垂类运营，专业化 MCN 占比提高	26
六、风险提示	28

图表目录

图表 1	中国移动互联网月活跃用户规模	6
图表 2	全网用户人均打开 APP 个数	7
图表 3	中国移动互联网流量平台的变迁	7
图表 4	用户需求随着规模和时长的增长逐步向“重”需求转移	9
图表 5	移动互联网留量图	10
图表 6	头部短视频用户地域分布	11
图表 7	2020 年 12 月月活跃净增用户规模 TOP10 行业三线及以下城市净增用户占比	11
图表 8	各平台小程序涉及领域	12
图表 9	抖音&TikTok 下载量长期保持在全球应用下载量排行榜前列	13
图表 10	中国自研游戏海外市场销售收入情况	13
图表 11	中国自主研发移动游戏海外重点地区收入分布	13
图表 12	iQIYI 在 ios 全球娱乐 app 排名情况	14
图表 13	视频行业时长及占比变化	15
图表 14	百度、知乎、微信、微博 APP 中的视频板块页面	16
图表 15	视频拍摄设备发展	17
图表 16	内容生产的工业化模式转型示意图	17
图表 17	快手和 B 站付费内容蓬勃发展	18
图表 18	5G 时代或将催生视频内容消费新模式	18
图表 19	95 后的成长伴随着互联网的发展	19
图表 20	迅速增长的 Z 世代用户	19
图表 21	Z 世代用户消费能力更强	20
图表 22	Z 世代用户更加依赖互联网	20
图表 23	Z 世代用户兴趣爱好活跃占比	20
图表 24	日本动漫引进时间表，80~90 后逐步受到影响	21
图表 25	国产动漫票房崛起，二次元更加泛化且持续影响年轻人	21
图表 26	二次元游戏吸金能力（头部年流水>10 亿，腰部年流水>1 亿）	22
图表 27	TOP100 移动游戏风格占比	22
图表 28	凭质量取胜的《原神》	22
图表 29	《黑神话：悟空》的超高关注度	22
图表 30	手游在不断学习端游的高品质设计	23
图表 31	游戏技术演化	23
图表 32	贴近 3A 开发要求，门槛提高	24
图表 33	腾讯构建完善的中台部门应对开发要求	24

图表 34	国内部分厂商对虚幻 4 的布局情况，投入到产出需 3 年左右.....	24
图表 35	我们的游戏产品分析框架	25
图表 36	泛娱乐红海与精专化蓝海对比图	25
图表 37	用户触达视频内容方式发生变迁	26
图表 38	视频行业产业链	27
图表 39	B 站一级分区不断细化	27
图表 40	快手部分垂直领域扶持计划梳理	28
图表 41	MCN 机构数量高速增长	28
图表 42	MCN 市场规模不断壮大	28

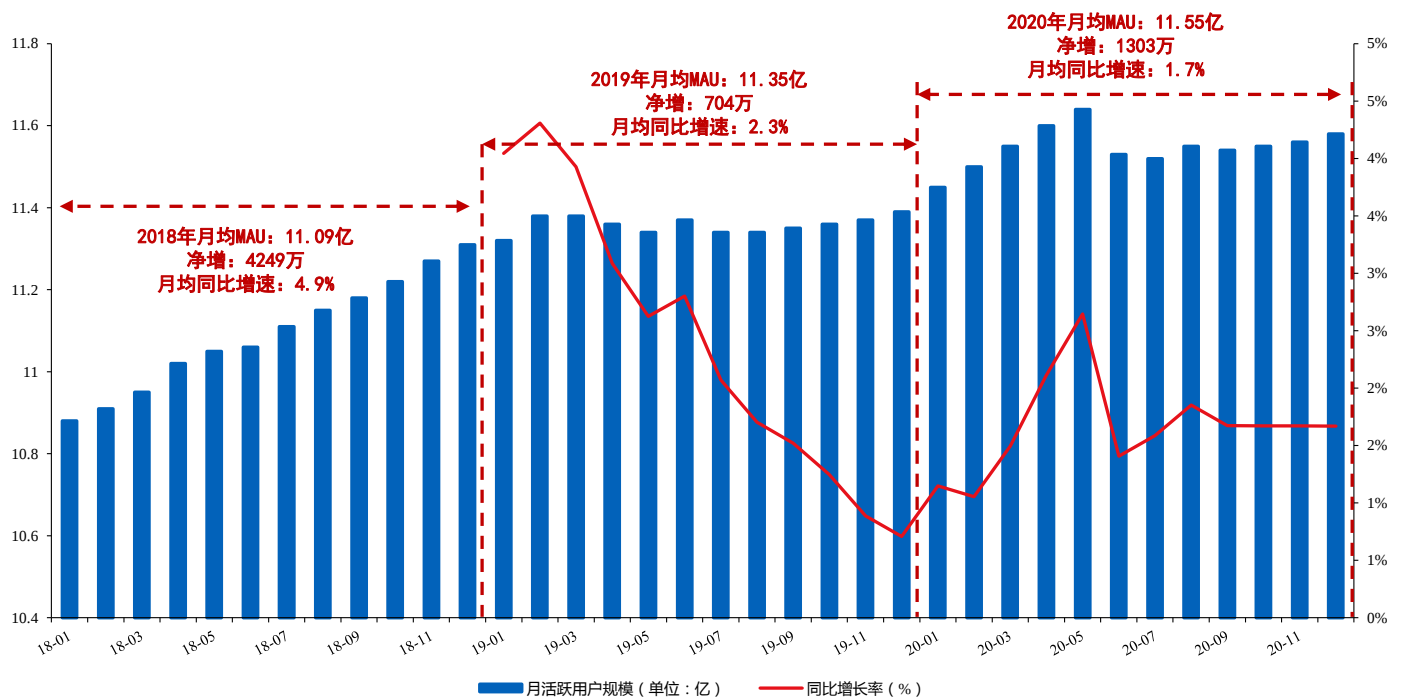
一、互联网存量时代下，游戏规则在改变

中国移动互联网已进入存量时代。根据 Quest Mobile 数据，2018 到 2020 年，中国移动互联网的月均同比增速分别为 4.9%、2.3%、1.7%，用户增速已经降至较低的水平，流量趋于饱和。在存量博弈的情况下，中国移动互联网的竞争已经从跑马圈地粗放式的获取流量转向如何通过精耕细作将量留住的新时代。

1) 中国移动互联网月活跃用户规模：疫情并未促使移动互联网用户渗透率大幅提升。

根据 Quest Mobile 数据，2020 年全年中国移动互联网月活跃用户净增 1303 万，月均同比增速已经跌至 1.7%，连续三年增速下降。

图表 1 中国移动互联网月活跃用户规模

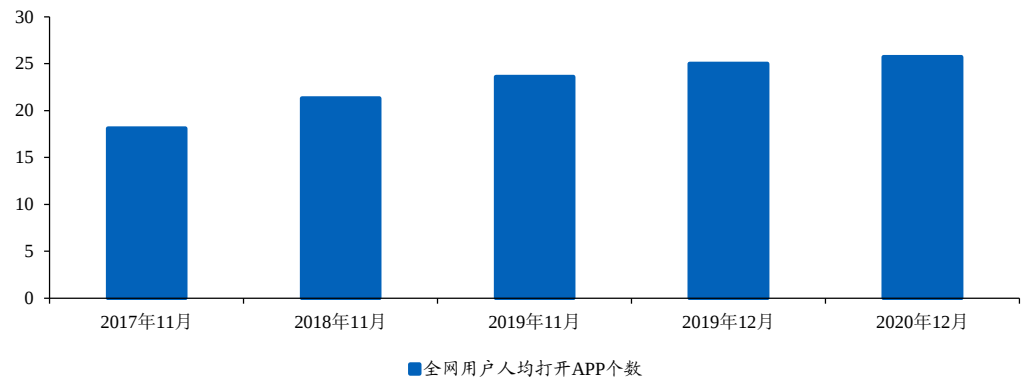


资料来源：QuestMobile《QuestMobile2020 中国移动互联网年度大报告·上》，华创证券

2) 用户时长和用户月人均打开 APP 个数：中国网民已经没有更多的时间和精力。根据 Quest Mobile 数据，全网用户月人均单日使用时长从 2019 年的 6.1 小时增长至 6.4 小时，同比增长 4.9%。而全国用户月人均打开 APP 个数也仅从 2019 年的 25 增长至 25.7 个。一定程度上说明，用户的使用时间已经没有了更进一步挖掘的空间，用户的也缺乏精力去尝试新的 APP。

3) 智能手机出货量：根据 Canalys 数据，20 年全年国内智能手机出货量为 3.3 亿台，同比下跌 11%。国内的智能手机出货量已经连续 15 个季度同比下滑。

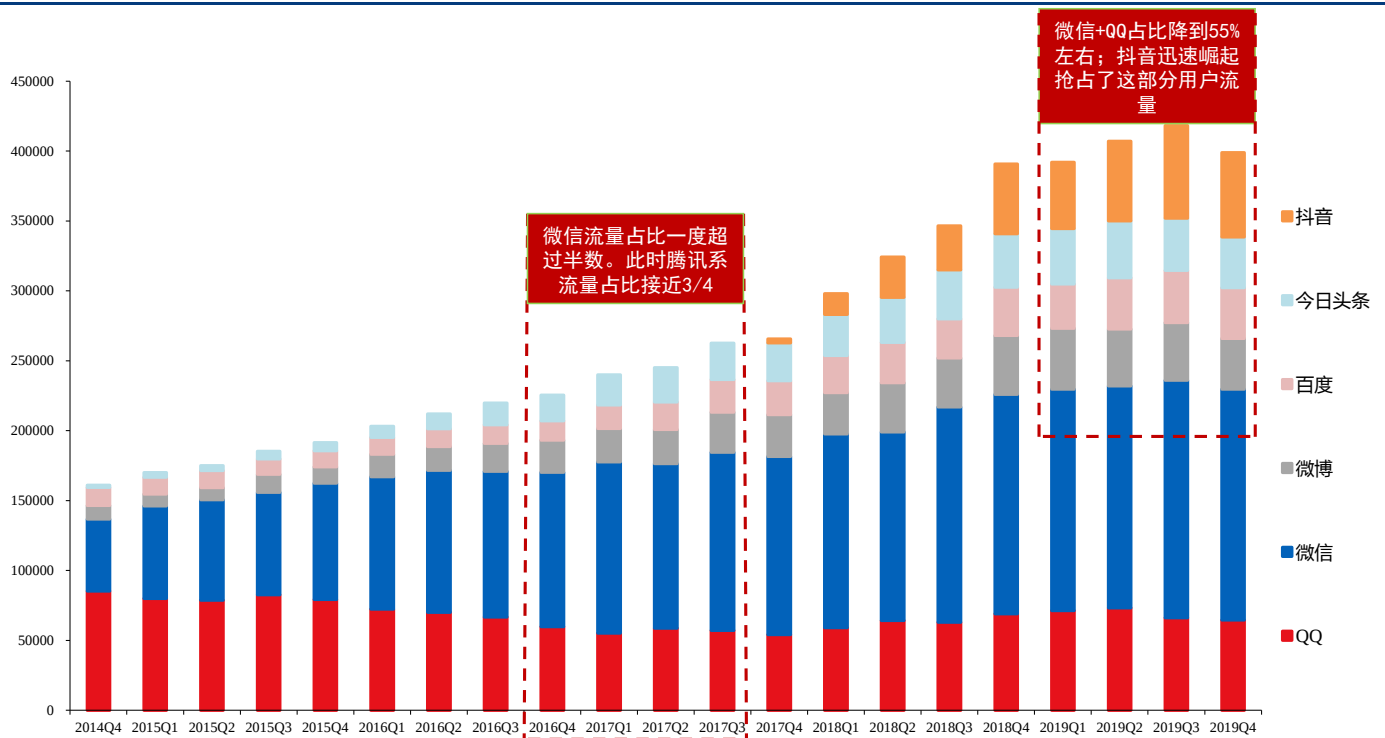
图表 2 全网用户人均打开 APP 个数



资料来源: QuestMobile, 华创证券

存量时代下, 流量结构、流量介质、平台结构正在同时发生改变。流量结构: 根据极光的数据显示, 在 2020 年 Q4, 短视频的使用时长占比进一步与即时通讯拉大差距, 短视频已经成为当下没有争议的第一流量入口。平台结构: 与之相对应的流量平台结构也发生相应的改变, 可以看到, 在 2016 年 Q4 和 2017 年 Q1, 微信和 QQ 的用户流量占比已经占到了六大平台 (QQ、微信、微博、百度、今日头条、抖音) 的 74%, 而到 2020 年 Q4 其流量占比下降了接近 20%。腾讯系“微信+QQ”的流量垄断红利在减少。流量介质: 与之前从 PC 到手机的流量平台和流量结构的变化不同, 当下流量的介质正在发生变化, 长期以来以图文为主的信息介质正转向视频。

图表 3 中国移动互联网流量平台的变迁



资料来源: 峰锐资本《互联网注定会有下一个新平台吗?》, 华创证券

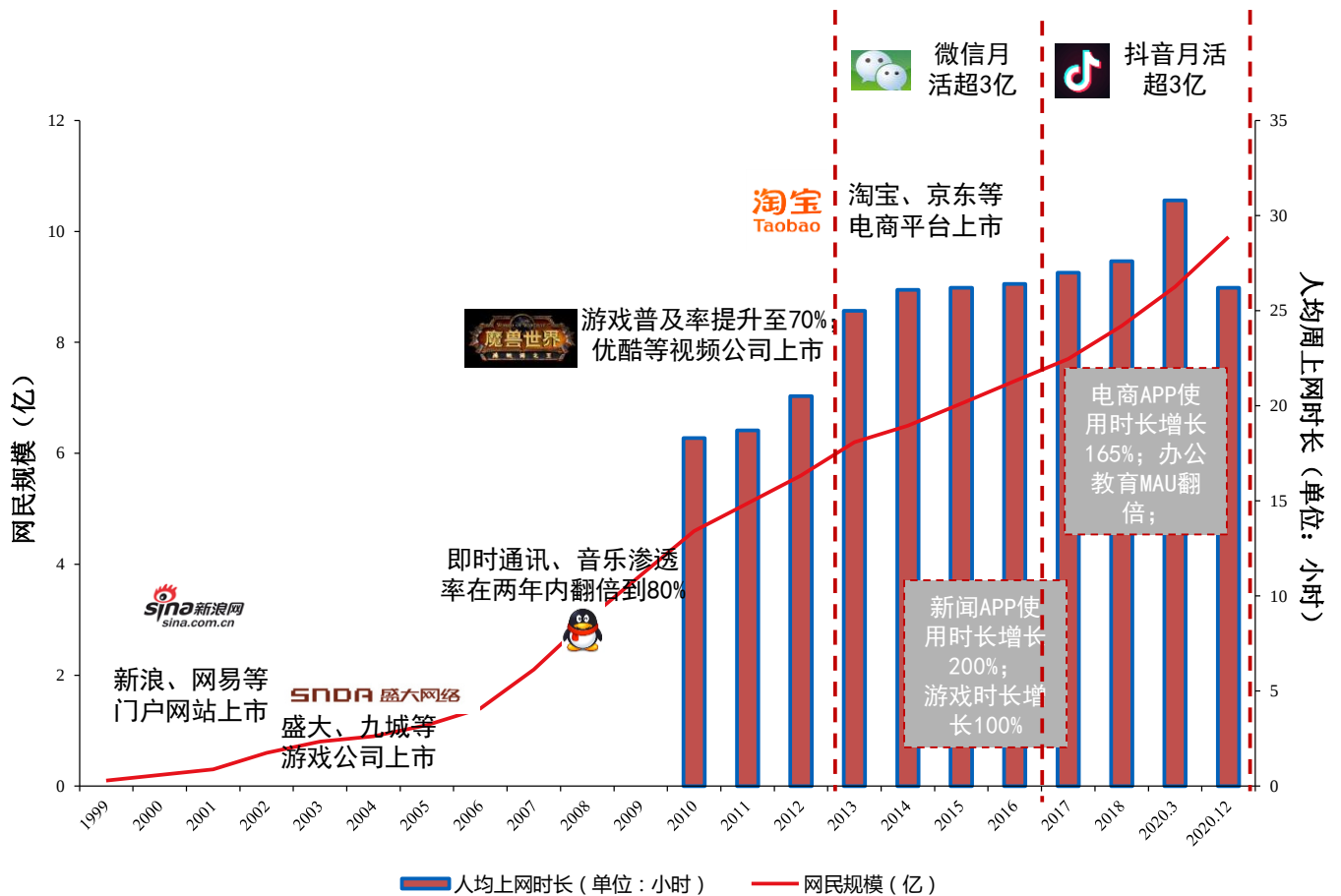
从流量到留量，游戏规则正在改变。

1) 短视频用户需求将向更重和日常生活结合更紧密的行业转移。复盘从 PC 时代到移动互联网初期的发展历史，人们需求的挖掘都是从社交、（邮件、QQ、微信）、咨询（门户网站、微博、今日头条）、游戏（传奇 PC 版、魔兽世界、英雄联盟、王者荣耀等）这一类只需要信息和数据交互就可以完成的“轻”需求开始，逐步向购物、视频、阅读到最后的**教育、办公**这样的与线下生活结合越来越紧密的“重”需求过度。我们认为，当短视频 APP 作为新的流量平台承载了越来越多用户的注意力后，原本用户在其它平台被满足的需求也将有望被部分转移进来。目前可以观察到抖音、快手除了在电商领域发力外，其本身也开始逐步向本地生活、教育等较“重”的领域进行探索。而其它互联网公司为了应对这一趋势，除了对自身的生态矩阵进行加固和拓展外，还积极进行视频化改造以适应“视频化”的时代潮流。

2) 好内容更加稀缺。在流量结构、介质、平台结构均在转型的特殊时期，优质的内容的生产方式和形式尚没有定型。优质内容在这一阶段供给更加稀缺且供给来源具备不确定性。并且因此可以看到头部互联网公司对于上游内容供给端越发重视，腾讯、阿里、字节跳动均加大了关于网文平台、游戏制作公司的投资力度。

3) 抓住年轻人就是抓住成为下一个流量平台的入场券。回顾中美互联网发展历史，无论是 Twitter、Facebook 还是微信、QQ，超级 APP 的诞生都与获得了年轻人青睐不无关系。而旧的流量平台的相对衰落，也与这些超级 APP 在不断破圈和加速商业化进展后的调性与新的年轻人不合导致的年轻用户的流失相伴。历史经验告诉我们，移动互联网流量平台的交替，不变的是年轻人的重要性--谁赢得年轻人谁就将成为互联网的“新王”，而改变的则是一代又一代年轻人的偏好和诉求，抓住 Z 世代的喜好就是抓住了未来移动互联网世界的入场券。

图表 4 用户需求随着规模和时长的增长逐步向“重”需求转移



资料来源：中国互联网络信息中心，峰锐资本《互联网注定会有下一个新平台吗？》，华创证券整理

二、为了流量：大厂们的破圈、下沉和出海

（一）破圈：从用户圈层到生态扩张

出于对于流量增长的焦虑，以视频内容为代表的玩家正在加速实现内容和用户的破圈。B站、快手、芒果等平台的早期快速成长大多来自于“自身核心用户的积累和独有社区调性的养成”，但随着细分领域流量的见顶，这些视频社区如今都在努力撕下自己被贴上的“二次元”、“老铁”、“年轻女性”的标签。B站通过扶持国创动画、探索网络综艺、举办跨年晚会的方式满足用户对多样化影视内容的需求，不断优化自身内容结构，试图建立起泛娱乐视频内容产业链。而快手也提出了“南方”战略，并通过对快手极速版加速拓展南方市场，“东北老铁”早已不是快手的唯一内容核心。芒果则是提出了“季风”计划，希望用更丰富的内容供给来吸引更多不同年龄和性别圈层的用户。

生态扩张则是另一种“破圈”，为了将用户的注意力留在自己的生态系统内，同时也加速自身的商业化变现，互联网巨头依托自身流量平台正各自形成自身的生态体系，并不断扩张。以BAT为代表的老牌互联网巨头通过多年来持续的市场布局，目前已经形成了庞大的应用体系，其触角已经延伸到人们生活的各个角落。而抖音、快手、美团等各行各业的头部应用也依托其流量优势，不断延伸布局，扩大自己的流量版图。抖音为代表的新势力正努力实现“娱乐方式—社交方式—生活方式”的三级跳。

图表 5 移动互联网流量图

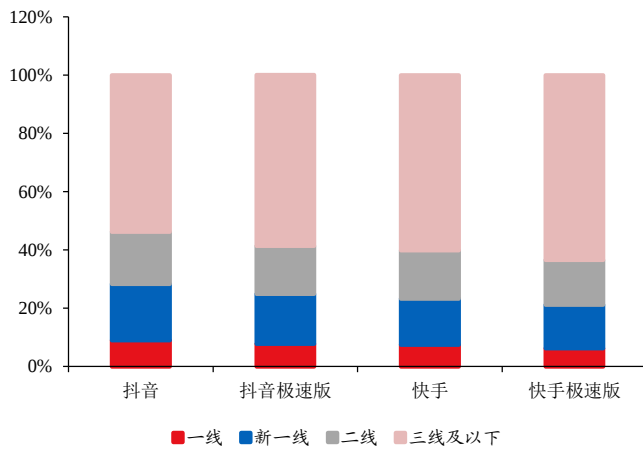
超级APP/ 流量承载平台					
特点/属性	社交裂变	数字生活服务 平台	信息流推荐	搜索信息流	
运营主体					

资料来源：各公司官网，华创证券

（二）下沉：目标用户下沉和流量深耕

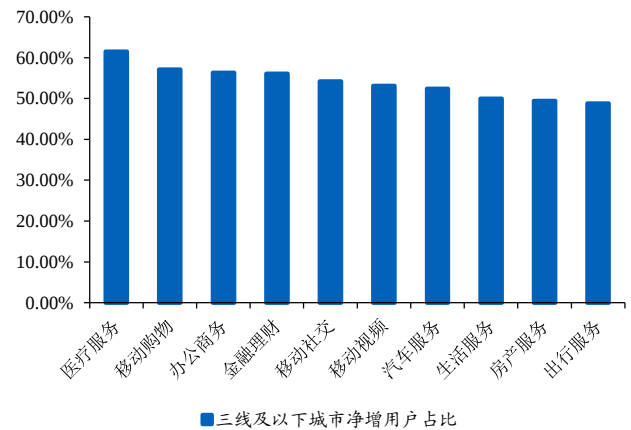
下沉市场仍然是在用户增长的主要驱动力。过去的一年，移动互联网下沉速度进一步加快，主打下沉市场的抖音极速版和快手极速版增长都更加迅猛。此外，46 岁以上人群已经成为移动互联网的重要增长点，根据 Quest Mobile 数据，2020 年 12 月月活跃净增用户规模 TOP 5 行业中 46 岁及以上活跃用户占比普遍在 12% 左右，对比 2019 年 12 月平均增长 1.6%。

图表 6 头部短视频用户地域分布



资料来源：极光大数据，华创证券

图表 7 2020 年 12 月月活跃净增用户规模 TOP10 行业三线及以下城市净增用户占比



资料来源：Quest Mobile，华创证券

除了进一步向下沉、向老年人渗透外，另外的方向是对流量渠道的深耕。由于用户媒介接触习惯越发碎片化和传统渠道获客成本的不断提升，在流量趋于饱和的当下，促使企业深耕流量渠道，不断寻找自身具有优势的流量来源渠道。除扩展自身的 APP 版图外，小程序已经成为众多应用的重要流量入口。微信、支付宝、美团均将自身向数字生活服务平台升级，已经建立起较为完善的商业化服务生态，生活服务、移动购物、视频、出行服务、游戏等领域均在各大小程序平台开展布局。此外，大厂们也在努力拓展渠道来源，腾讯、字节、小米等纷纷将目光投向智能硬件和智能车领域，希望通过布局智能硬件生态来实现用户规模的提升。

图表 8 各平台小程序涉及领域

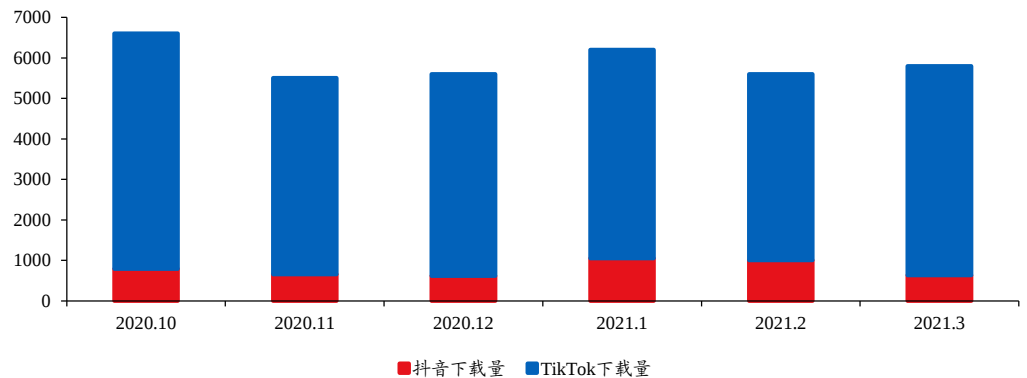


资料来源: QuestMobile, 华创证券 (注: 灰色图标为投资APP)

(三) 出海: 国际化和文娱出海

BAT 的国际化战略初显成效。在 2010 年后, 逐步成长为巨头的 BAT 就已经将国际化战略作为公司核心战略, 东南亚电商龙头 Shopee、Lazada 的实控人分别为腾讯和阿里巴巴。而字节跳动的 TikTok 下载量 19 年以来长期保持在全球应用下载量排行榜前列, 是中国互联网出海最成功的产品。

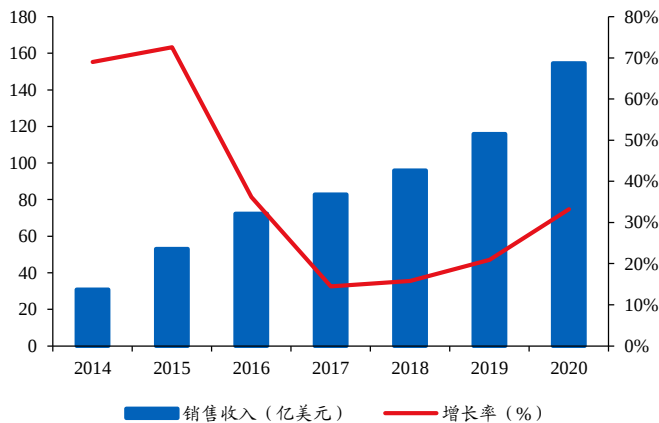
图表 9 抖音&TikTok 下载量长期保持在全球应用下载量排行榜前列



资料来源: SensorTower, 华创证券

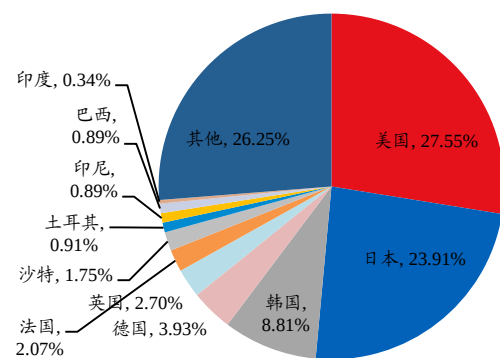
2020 年, 中国游戏海外收入首次破千亿, 达 154.5 亿美元, 同比增长 33.25%。2020 年, 中国自主研发游戏海外市场实际销售收入达 154.50 亿美元, 比 2019 年增加了 38.55 亿美元, 同比增长 33.25%, 继续保持稳定增长。2020 年, 中国自主研发移动游戏海外地区收入分布中, 美国的收入占比为 27.55%, 日本的收入占比为 23.91%, 韩国收入占比为 8.81%, 三个地区合计占比达到 60.27%。国内游戏公司出海目标已经由早期的东南亚和港澳台转向了游戏更为发达和成熟的美日韩, 这也表明国内手游的全球竞争力。

图表 10 中国自研游戏海外市场销售收入情况



资料来源: 伽马数据, 华创证券

图表 11 中国自主研发移动游戏海外重点地区收入分布



资料来源: 伽马数据, 华创证券

除了游戏外, 影视剧和小说近年来在海外也取得了突破。如爱奇艺自 2019 年 6 月正式推出了国际版本 iQIYI App 以来, 截至 20 Q2, 包括《延禧攻略》、《河神》等作品在内, 爱奇艺海外发行内容已经累积超过 100 个项目, 覆盖了北美、东南亚、日韩等全球多个国家和地区。根据 七麦数据, iQIYI 目前在中国香港、中国台湾、泰国、柬埔寨、新加坡等 10 个国家和地区的 ios 娱乐 APP 排行榜上排名前十。而网络文学则是文化产业输出的另一重要途径。根据艾瑞咨询数据, 2019 年累计向海外输出网文作品数量 10000+ 部, 翻译网文作品出海数量 3452 部, 读者数量超过 3000 万。

图表 12 iQIYI 在 ios 全球娱乐 app 排名情况

排名	地区	数量
1		0
2 - 10	中国香港 #6 柬埔寨 #8 泰国 #3 越南 #10 中国台湾 #2 老挝人民民主共和国 #8 文莱 #5 中国澳门 #2 马来西亚 #4 新加坡 #5	10
11 - 20	不丹 #13 尼泊尔 #12 巴林 #18 菲律宾 #11 印度尼西亚 #12 毛里求斯 #15 密克罗尼西亚联邦 #11 阿曼 #18	8
21 - 50	圣基茨岛和尼维斯 #31 卡塔尔 #23 沙特阿拉伯 #36 牙买加 #37 科威特 #33 坦桑尼亚联合共和国 #41 阿拉伯联合酋长国 #45 毛里塔尼亚 #31	8
51 - 100	韩国 #74 尼加拉瓜 #65 马拉维 #53 约旦 #80 安提瓜和巴布达 #65 斯洛文尼亚 #86 尼日利亚 #91 多米尼加共和国 #92 肯尼亚 #65 乌干达 #73	10
101 - 200	澳大利亚 #168 巴拉圭 #128 哥斯达黎加 #199 墨西哥 #137 比利时 #151 罗马尼亚 #197 斯里兰卡 #155 阿尔及利亚 #158 博茨瓦纳 #116 圣多美和普林西比 #186 印度 #105 加拿大 #183 巴拿马 #168 洪都拉斯 #156 爱尔兰 #135 芬兰 #180 葡萄牙 #101 所罗门群岛 #166 埃及 #168 加纳 #161 也门 #120 安圭拉 #181 伯利兹 #135 秘鲁 #121 奥地利 #182 立陶宛 #189 巴基斯坦 #187 新西兰 #135 安哥拉 #118 塞内加尔 #178 以色列 #152	31

资料来源：七麦数据

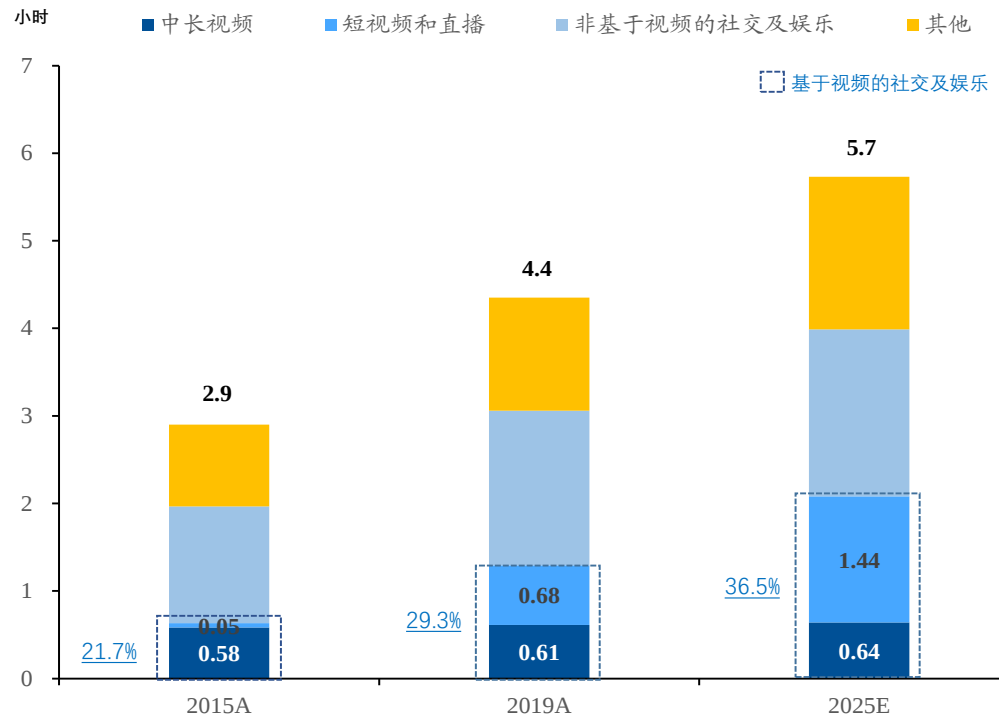
三、如何留量：内容形式视频化

（一）视频化是内容消费和生产的长期趋势

视频化是内容消费和生产的长期趋势。我们从用户消费总时长的迁移和代表性 APP 的产品设计改版洞察过去五年内容形式从文字向视频变迁的整体趋势：

基于视频的社交娱乐时长占比持续提升。根据艾瑞咨询，中国移动互联网用户日均在线时长从 2015 年 2.9h 提升至 2019 年 4.4h 并将进一步提升至 2025 年 5.7h，短视频和直播占比从 2015 年 1.7% 提升至 2019 年 15.6%，并预计进一步提升至 2025 年 25.1%，中长视频时长也有小幅提升，二者合起来即基于视频的社交娱乐时长占比从 2015 年的 21.7% 提升至 2019 年的 29.3%，并预计 2025 年将提升至 36.5%。相较之下，非基于视频的社交娱乐使用时长占比则从 46% 降至 41%，并预计 2025 年将进一步缩小至 33%。

图表 13 视频行业时长及占比变化



资料来源：艾瑞咨询，华创证券

非视频类 APP 纷纷进行产品页面改版以顺应视频化的大浪潮。典型 APP 如搜索引擎巨头百度，首页底端第二栏改版为视频频道；国民社交应用微信，据张小龙于“微信之夜”演讲时公布的数据，最近 5 年微信用户每天发送的视频消息数量上升 33 倍，朋友圈视频发表数上升 10 倍，在此背景下微信视频号应运而生；以文字类社交起家的微博，也于去年下半年正式推出视频频道，入口位于底栏的第二个界面；文字问答社区知乎也将底栏第二个界面开辟为视频区，以丰富问答形式、活跃社区生态。此外，资讯、音乐、知识等泛内容平台，与电商、生活服务、在线教育等泛行业平台，都已普遍开通短视频和直播功能，搭上视频化的顺风车。

图表 14 百度、知乎、微信、微博 APP 中的视频板块页面



资料来源：七麦数据，搜狐，新浪科技，36Kr，百度、知乎、微信、微博APP，华创证券

（二）视频化知识生产的背后是带宽、技术、拍摄工具等客观条件的成熟

视频化知识生产的背后是带宽技术拍摄工具等客观条件的成熟。由于视频相较于文字对内容消费者的理解和观看门槛更低，因此消费者对于视频形式的喜爱早已有之。随着带宽、资费、拍摄工具等客观条件的逐渐成熟，视频化内容的生产和消费迎来爆发。内容形式视频化的主要原因包括：

- 1.技术及基础设施：5G 时代的到来，移动资费的降低和网络的提速。**2014-2019 年间，我国固定和移动宽带平均下载速率提升超过六倍，流量资费平均降幅超过 90%。第三代移动通信技术（3G）的发展让移动互联网搭上高速列车，在用户容量和网络速率两个方面实现巨大突破，理论网速为 1-6Mbps，折合下载速度 120 -600KB/s。随后 4G 将 WLAN 技术与 3G 通信技术结合，理论网速达到 10-100Mbps，下载速度提升至 1.5-10MB/s，因此带来了高清视频、直播、云计算、手机网游等。2013 年我国工信部正式颁发 4G 运营牌照，2015 年后迎来高速增长。时隔五年，5G 技术也走到台前，其主要优势是数据传输速率高与网络延迟低。理论网速可达 10Gbps，折合下载速度为 1.25GB/s，意味着一部电视剧只需几十秒便可全部完成缓存。2019 年我国 5G 正式商用。
- 2.生产端：智能手机的拍照录像功能大大降低了人们视频化表达的门槛，如今家庭录像机、相机、摄录机、手机终端、GoPro、无人机等丰富多样的录像设备为内容创作者提供巨大便利。**1976 年，第一台家用型摄像机诞生。21 世纪进入数码相机时代，相机成本大大下降同时像素爆炸式提高。2004 年 GoPro 公司成立，专注运动相机。2012 年后，众多公司相继进入运动相机市场，动态视频拍摄设备得到极大丰富。此外，视频剪辑制作软件的发展也逐渐友好，2017 年 1 月快手推出“快影”，2019 年以来抖音“剪映”、B

站“必剪”、腾讯“秒剪”也陆续上线，为创作者提供傻瓜式剪辑制作软件，打通视频生产、发布、传播全链条。

3.内容消费本质存在规律：视频和直播内容本身相比图片和文字对于消费者更加观看友好。

图表 15 视频拍摄设备发展



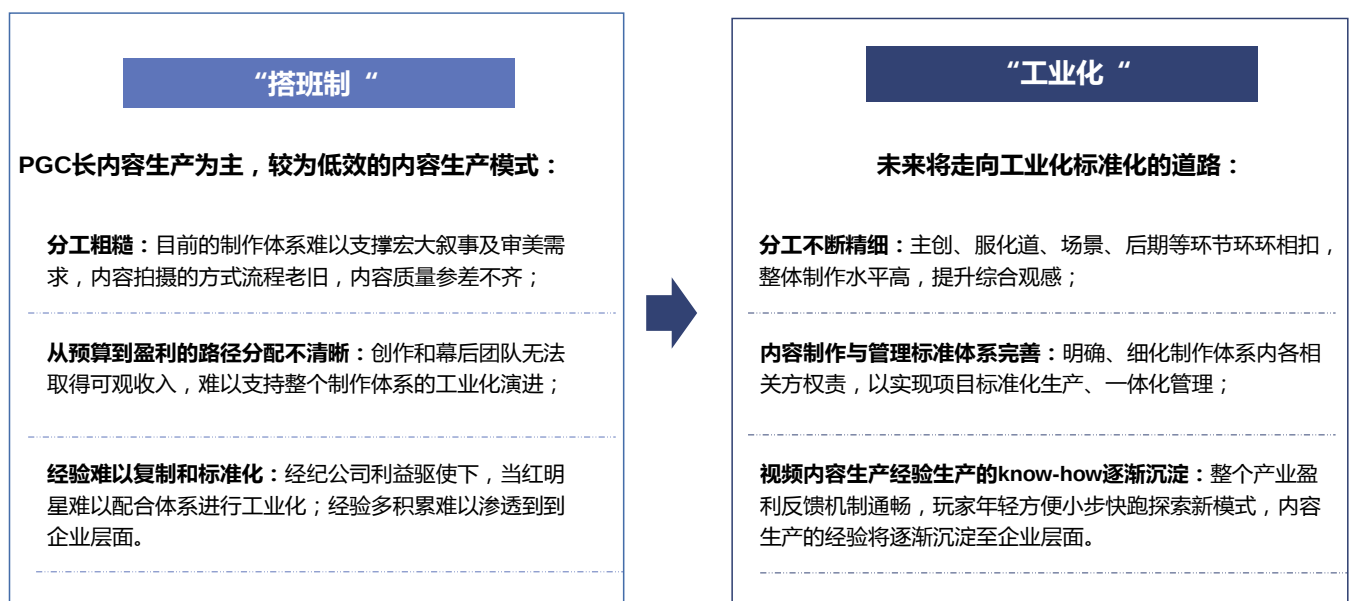
资料来源：华创证券

（三）面向未来：内容行业何去何从？

我们认为视频化内容生产的趋势将催生产业、技术、商业模式等发生一系列变化：

从产业上下游来看：相比目前仍较为低效的“搭班式”内容生产模式，未来视频内容生产的分工将愈发精细化、标准化。一方面视频生产相比文字复杂程度更高，因此对上游的内容创作者的拍摄水平提出了更高的要求，视频内容生产相比文字更为复杂，更需要分工精细的工业化生产体系；另一方面抖音、快手、B 站等巨头平台成熟的商业变现模式和高效的变现效率也为上游工业化制作体系的形成提供了可观的盈利空间。

图表 16 内容生产的工业化模式转型示意图



资料来源：艾瑞咨询，华创证券

从盈利模式来看：视频内容制作的精细化及算法推荐的精准化将催生内容付费盈利模式的繁荣。目前中短视频的变现模式仍以广告为主，但从变现链路来看“用户喜爱-用户付费”的变现链条相比于“用户喜爱-用户看广告-广告主付费”更短更直接，而从目前抖音快手付费短剧、B 站付费视频等内容的蓬勃兴起也可观察到这一趋势。尽管目前内容付费规模仍旧较小，但我们判断随着未来视频内容生产的精细化程度持续提高和平台算法的持续精进，以用户付费为主的盈利模式将成为平台方变现的又一主力军。

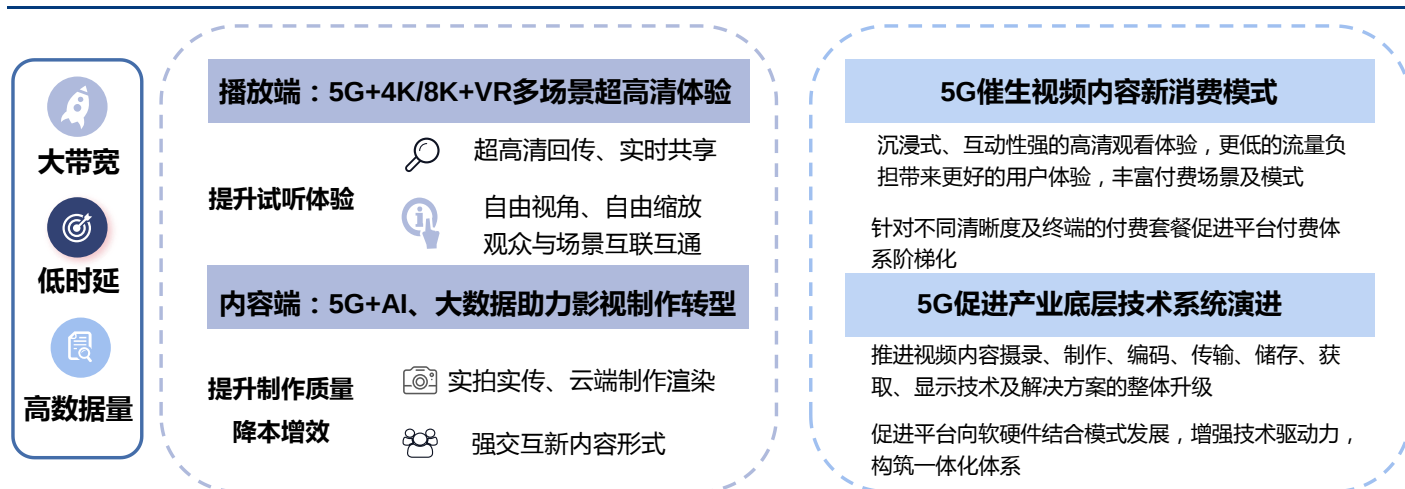
图表 17 快手和 B 站付费内容蓬勃发展



资料来源：快手 APP、哔哩哔哩 APP，华创证券

从盈利模式来看：视频内容制作的精细化及算法推荐的精准化将催生内容付费盈利模式的从技术升级来看：5G 所带来的大带宽低时延等优势或将催生内容消费的新模式。VR/AR/超高清等先进的技术为视频内容提供了更好的视听体验载体，随着 5G 的不断普及，内容+技术+5G 或将为视频消费带来全新变革，催生更为沉浸式、娱乐化的内容消费新模式。

图表 18 5G 时代或将催生视频内容消费新模式



资料来源：艾瑞咨询，华创证券

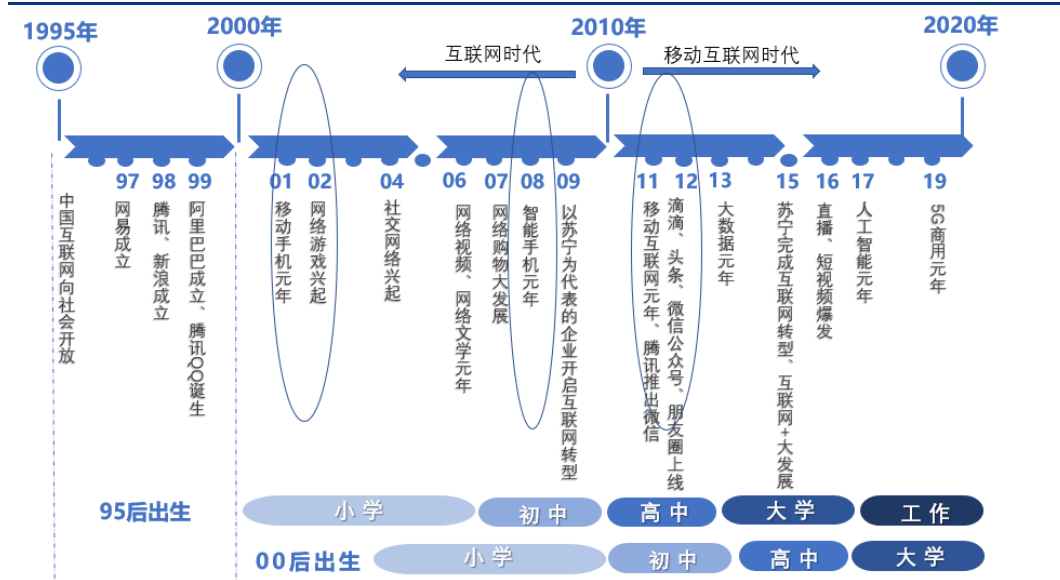
四、如何留量：内容消费年轻化

（一）年轻人为何对留量来说很重要？仍在崛起的互联网主力军

Z世代（95后+00后）号称移动互联网的“原住民”，太多的成长阶段就与互联网的发展史重合；因此生活和娱乐方式都在不断地被影响，并在过去长期作为互联网的流量引擎。当前Z世代在互联网上花费的月人均使用时长达到175小时，明显高于全体网络用户的140小时，互联网堪称Z世代用户的第二个“家”。

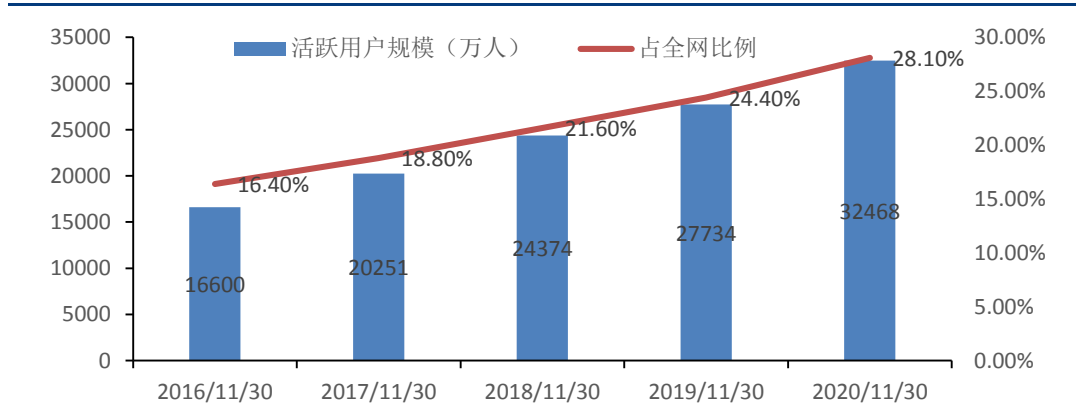
整个Z世代用户规模已于2020年突破3亿，从线上消费意愿和消费能力的角度来看Z世代用户强于全体网络用户，未来年轻人的消费能力（ARPU）还有望随着年龄的成长进一步加强。在流量红利逐步消退的当下，年轻人崛起的消费能力或是深挖流量价值的重要潜在方向；故我们认为年轻人的喜好在未来有望带来更多商业机会，抓住他们的需求是未来最重要的内容发展方向之一。

图表 19 95后的成长伴随着互联网的发展



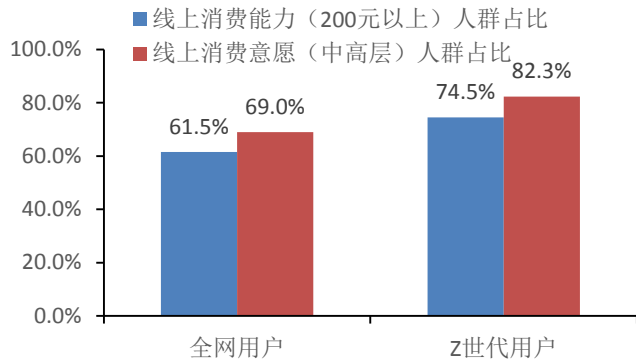
资料来源：易观《2020年95后年轻人群消费趋势洞察》，华创证券

图表 20 迅速增长的Z世代用户



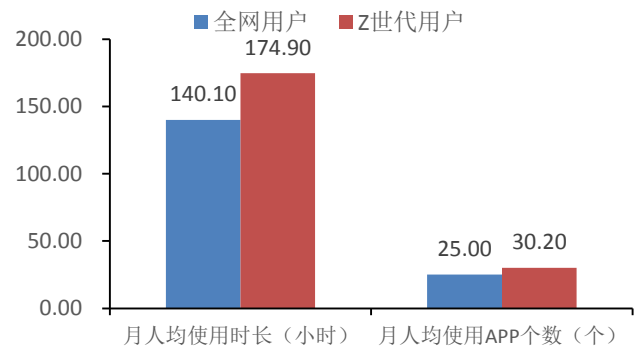
资料来源：Quest Mobile《2020“Z世代”洞察报告：3.2亿“Z世代”引爆消费潮流大迁移，如何抓住他们？》，华创证券

图表 21 Z 世代用户消费能力更强



资料来源：Quest Mobile《2020“Z 世代”洞察报告：3.2 亿“Z 世代”引爆消费潮流大迁移，如何抓住他们？》，华创证券

图表 22 Z 世代用户更加依赖互联网

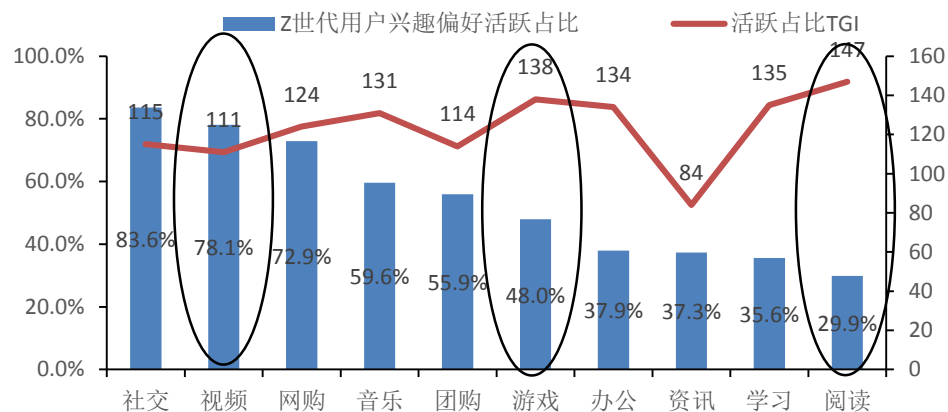


资料来源：Quest Mobile《2020“Z 世代”洞察报告：3.2 亿“Z 世代”引爆消费潮流大迁移，如何抓住他们？》，华创证券

（二）不同成长环境带来代差需求，留量还需差异化、年轻化

由于成长环境的不同，我们认为 Z 世代用户在内容的偏好上与过去的用户存在一定的差异。在部分娱乐方式上年轻人相对全网用户也有更强的热情，从活跃 TGI（Z 世代用户月活跃占比/全网用户月活跃占比）的角度来看 Z 世代用户在多项内容上有着比泛用户更强的热情，如 Z 世代用户的游戏类活跃占比 TGI 达到 138，视频类 TGI 达到 111，阅读类 TGI 达到 147；故我们认为在挖掘 Z 世代流量潜力时，视频、游戏等线上娱乐方式都将会是重要的流量出口。

图表 23 Z 世代用户兴趣爱好活跃占比



资料来源：Quest Mobile《2020“Z 世代”洞察报告：3.2 亿“Z 世代”引爆消费潮流大迁移，如何抓住他们？》，华创证券

从不同世代的成长环境来看，二次元文化的崛起也变得更好理解。1980 年以后随着如《铁臂阿童木》、《灌篮高手》及《火影忍者》等日本动漫产品的引进，80 后~90 后在成长环境中初步染上了二次元的底色；而这是更老一世代人成长中所没有的环境，代差因此逐步形成。而动漫和漫画的受众也随着社会发展在不断地扩大并逐步成为了 Z 世代的标签。我们认为近几年国产漫画、动画和二次元游戏的高速成长正是在不断挖掘年轻流量的潜力；而因为当前 Z 时代的成长，这种内容的年轻化趋势仍将持续。

图表 24 日本动漫引进时间表，80~90 后逐步受到影响



资料来源：猫眼专业版，华创证券整理

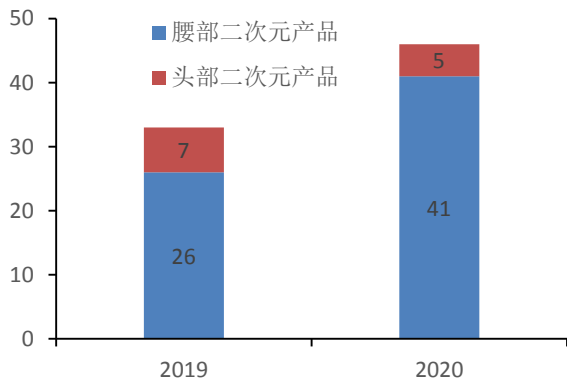
图表 25 国产动漫票房崛起，二次元更加泛化且持续影响年轻人



资料来源：猫眼专业版，华创证券整理

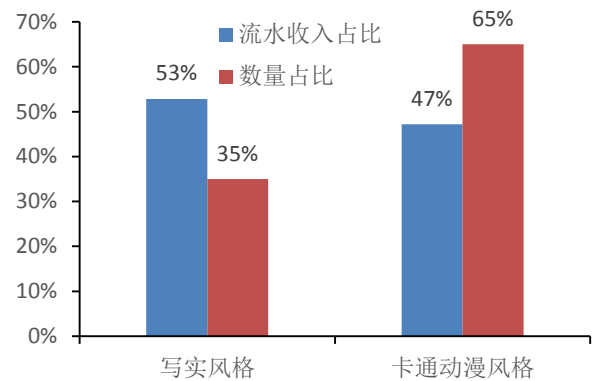
从近几年游戏行业的发展来看，我们认为二次元游戏品类的崛起正是内容抓住年轻化后的一次新兴机会，而这轮游戏内容的年轻化浪潮仍在持续。从流水角度看近两年的头部与腰部二次元游戏数量明显增加，2020 年年流水破 10 亿的二次元产品达到 5 款，年流水在 1~10 亿之间的产品达到 41 款。而且我们认为游戏内容的年轻化并不只是单纯的重度二次元产品涌现，而是越来越多的泛用户产品在设计上借鉴了更能被年轻人喜爱和接受的卡通动漫风格。事实上当前 TOP100 的游戏中卡通动漫风格的游戏流水占比已经达 47%，数量占比达到 65%。我们认为这种产品分布正是因为许多老的游戏厂商正在对原有产品类型进行更多的年轻化和卡通动漫设计；而我们预计年轻化的游戏内容也有助于研发商更好的挖掘年轻人逐步提升的消费力，在“留量”中挖掘利润增量。

图表 26 二次元游戏吸金能力（头部年流水>10 亿，腰部年流水>1 亿）



资料来源：伽马数据，华创证券

图表 27 TOP100 移动游戏风格占比



资料来源：伽马数据，华创证券

五、如何留量：内容生产专业化

（一）游戏内容：研发门槛提升，技术能力过硬方有望角逐重度游戏新时代

1、精品供给与需求崛起，游戏内容的天花板正在抬高

当前市场上的高品质游戏的供给和需求正在提升，如《原神》这样的产品便在年轻化+超高品质的基础下带动米哈游突围进军全球市场，背后是技术提升后供给端的内容变得更加优质。同时需求端也在扩大；由于年轻人在成长过程中经历过更久的游戏发展，对于品质的需求正在不断提升，如《黑神话》这样的高品质游戏宣传内容在 B 站的播放量 3000 万；背后其实是玩家对高品质内容需求端的扩大。而在需求与供给的双重作用下，目前整个行业的精品游戏内容正在崛起。

图表 28 凭质量取胜的《原神》



资料来源：Sensor Tower，华创证券整理

图表 29 《黑神话：悟空》的超高关注度



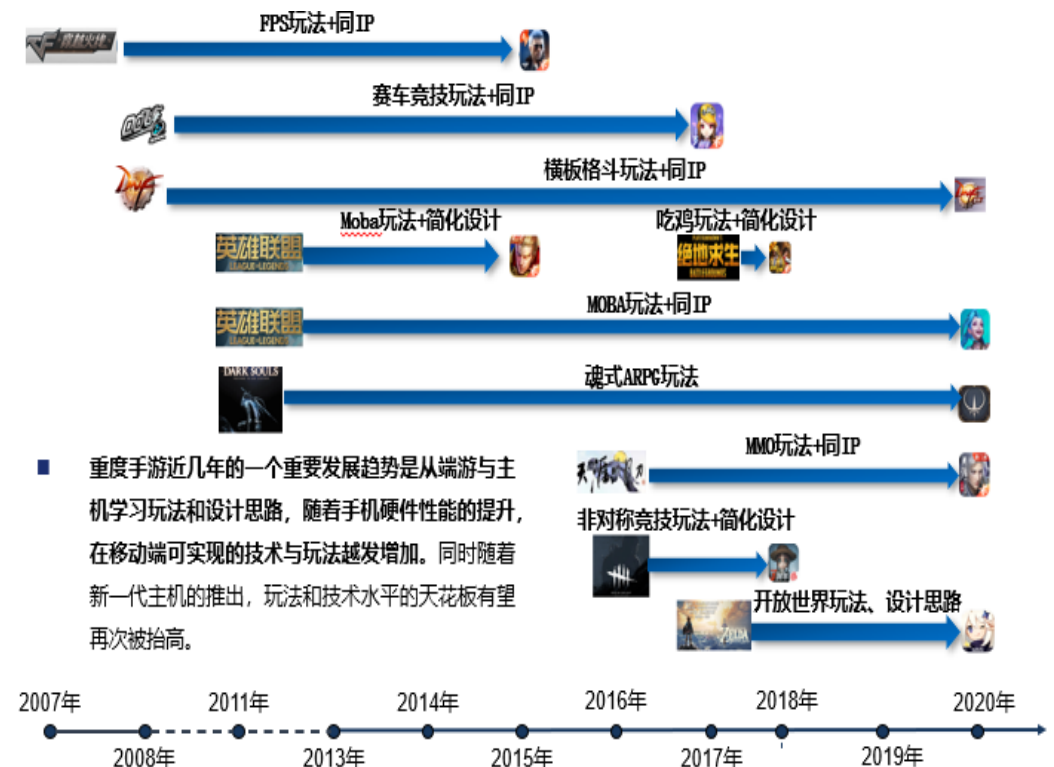
资料来源：BILIBILI，华创证券

2、技术更替实现更多玩法，难度提升研发更需专业化

回顾整个手游发展史，许多爆款手游的玩法和设计思路都源自于对经典端游的学习和模仿；但重现复杂端游玩法对于手游研发商的技术要求偏高。腾讯同样也将手游新时代的发展动力归因为引擎技术移动化（UE4 的移动游戏开发支持）；引擎与工具的升级（U3D 的升级与 UE5 的推出）、硬件进步（GPU 的发展）和前沿技术推动（光追与开放世界技

术)。当前来看借助这些顶级的新游戏技术使得手机上有望呈现更好的画质和玩法，有望进一步贴近许多经典端游。

图表 30 手游在不断学习端游的高品质设计



资料来源：华创证券整理

图表 31 游戏技术演化



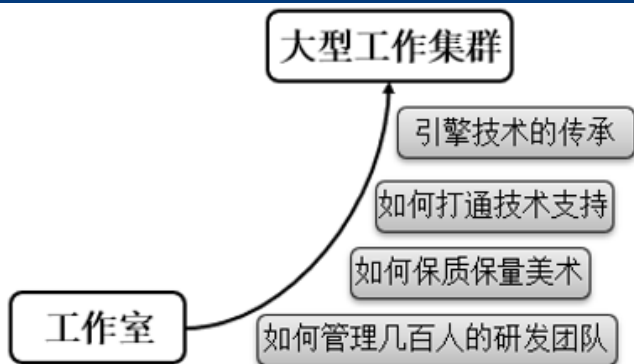
资料来源：TGDC, 华创证券

而游戏引擎技术的提升背后也带来了更高的研发门槛，一方面所需的研发人员数量明显提升，二是技术积累变得更加困难，移动游戏的开发环境变得更像端游 3A（大量资源、

大量金钱、大量时间投入)。对于大型游戏公司为了应对提升的开发压力,构建完善的中台变得越发重要。从引擎技术的角度考量,引擎中台能帮助公司进行公共能力积累,打破隔阂;同时引擎底层人才通常稀缺,借中台可以更广的覆盖项目,累积部门经验。如腾讯已构建完善的6个中台做方方面面不同的进行开发支持,推动游戏研发工业化。

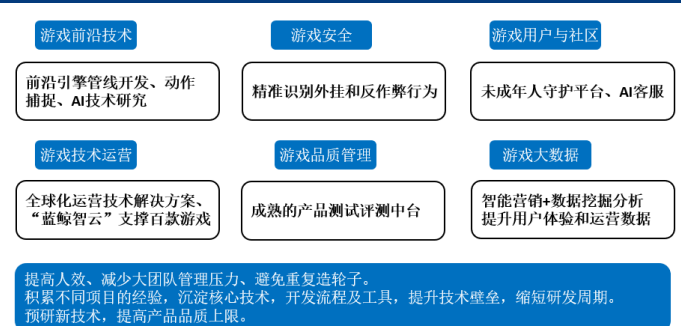
从更加具体的引擎发展角度来看,虚幻4与深度定制U3D成了当前两个新的高品质游戏开发方向;但以虚幻4为例,从技术投产品入到产出通常需要约3年多的时间,当前已有成熟技术的厂商并不多。对于后续的新晋小型厂商来说,在技术上追赶已形成工业化优势的大型厂商或随着研发难度提升变得越来越困难。未来重度游戏新晋厂商面临的或将是已组建完善中台保产量、拥有引擎技术积累保品质的优势厂商。

图表 32 贴近 3A 开发要求, 门槛提高



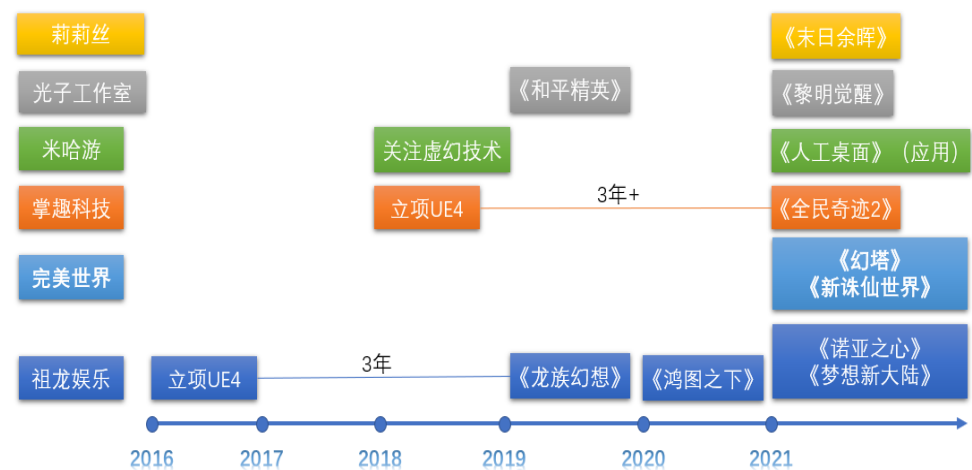
资料来源: 华创证券整理

图表 33 腾讯构建完善的中台部门应对开发要求



资料来源: 腾讯互娱招聘, 华创证券

图表 34 国内部分厂商对虚幻4的布局情况, 投入到产出需3年左右



资料来源: 虚幻引擎开放日, 华创证券整理

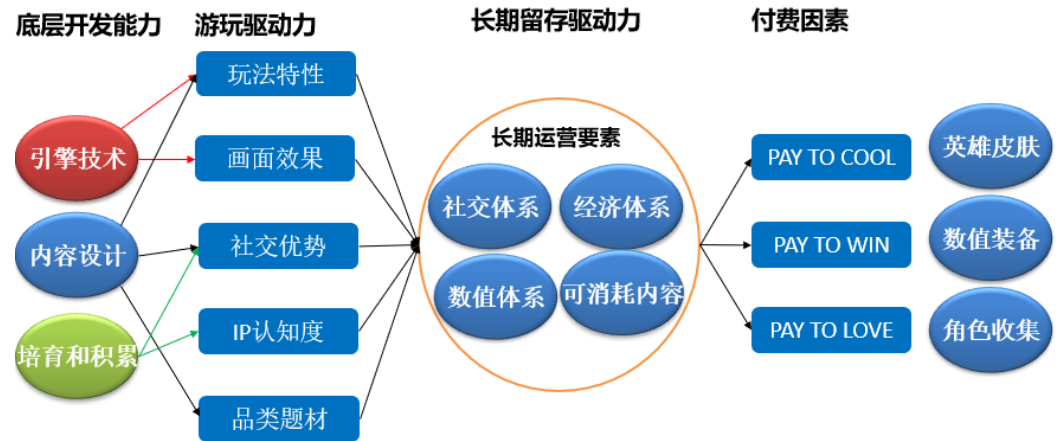
3、从我们的分析框架来看, 技术提升如何改变游戏格局?

我们将玩家短期进入游戏的因素分为五类, 独特玩法+画面效果+社交优势+IP 认知度+品类题材; 主要由厂商的引擎技术实力、内容社交实力、相关培育和积累决定的, 然后在通过完善的社交体系+经济体系+数值体系+可消耗内容实现长期运营, 这个过程中不同类型的玩家或游戏再出于不同的理由进行消费。

我们认为当前的技术更替主要是对大底层中的引擎技术有较为明显的促进作用, 未来要

公司保持引擎技术的优势需要更大的技术投入；最后的市场格局或许是高品质的重度游戏天花板提升，对开发商的专业能力要求越来越高；其余的市场份额如创意驱动型游戏+用户积累型游戏暂时还不会出现明显的门槛大幅提升，但需要引擎技术驱动的重度和前沿游戏的研发专业化提升是不可避免的。

图表 35 我们的游戏产品分析框架

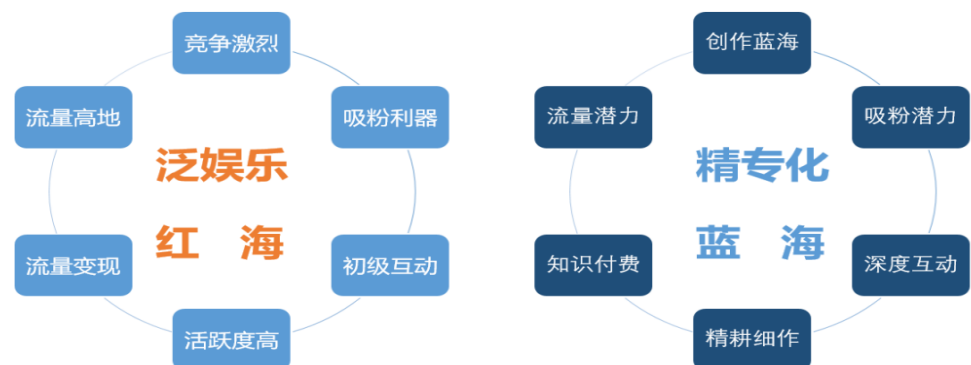


资料来源：华创证券整理

（二）视频内容生产专业化——大一统的内容生产时代已过去，精细化垂类化成为主流

视频内容创作正从“娱乐向红海”转向“精专化蓝海”。具体而言，以搞笑、生活、游戏、影视等为代表的娱乐向内容垂类呈现红海，凭借广泛的受众和较低的进入门槛吸引了众多创作者进入，但也面临着同质化、低质化等问题。而教育、科技、财经、健康、旅行等精专化垂直内容正呈现蓝海潜力。凭借专业化的竞争壁垒、精准的粉丝圈层和知识付费等多元变现，展现出新的发展潜力。

图表 36 泛娱乐红海与精专化蓝海对比图

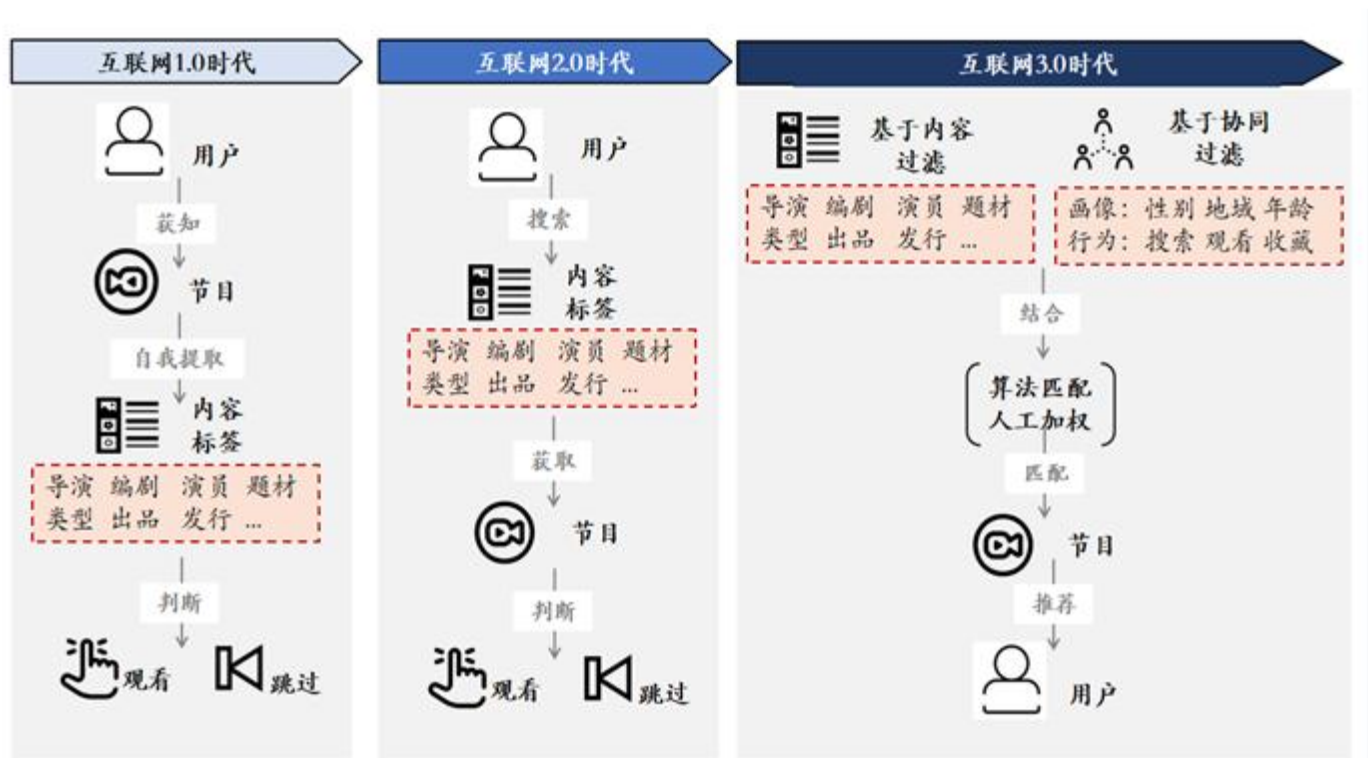


资料来源：腾讯研究院，华创证券

1、用户触达通路的精细化推动视频内容生产向专业化精细化方向发展

从技术层面来看，触达成本的下降使更多的视频内容容易被看到，使用户兴趣得以被更精准地匹配，从而推动视频内容的垂直化、圈层化发展。在互联网 1.0 以及 2.0 时代，用户主要通过自我获取的方式获得节目相关信息判断是否观看节目，内容触达的效率较低；但随着大数据技术的发展及算力的提升，平台可以根据用户历史观看记录、用户画像等大数据，针对不同用户推荐对应其喜好的内容，触达的效率大大提高触达成本大大降低。

图表 37 用户触达视频内容方式发生变迁

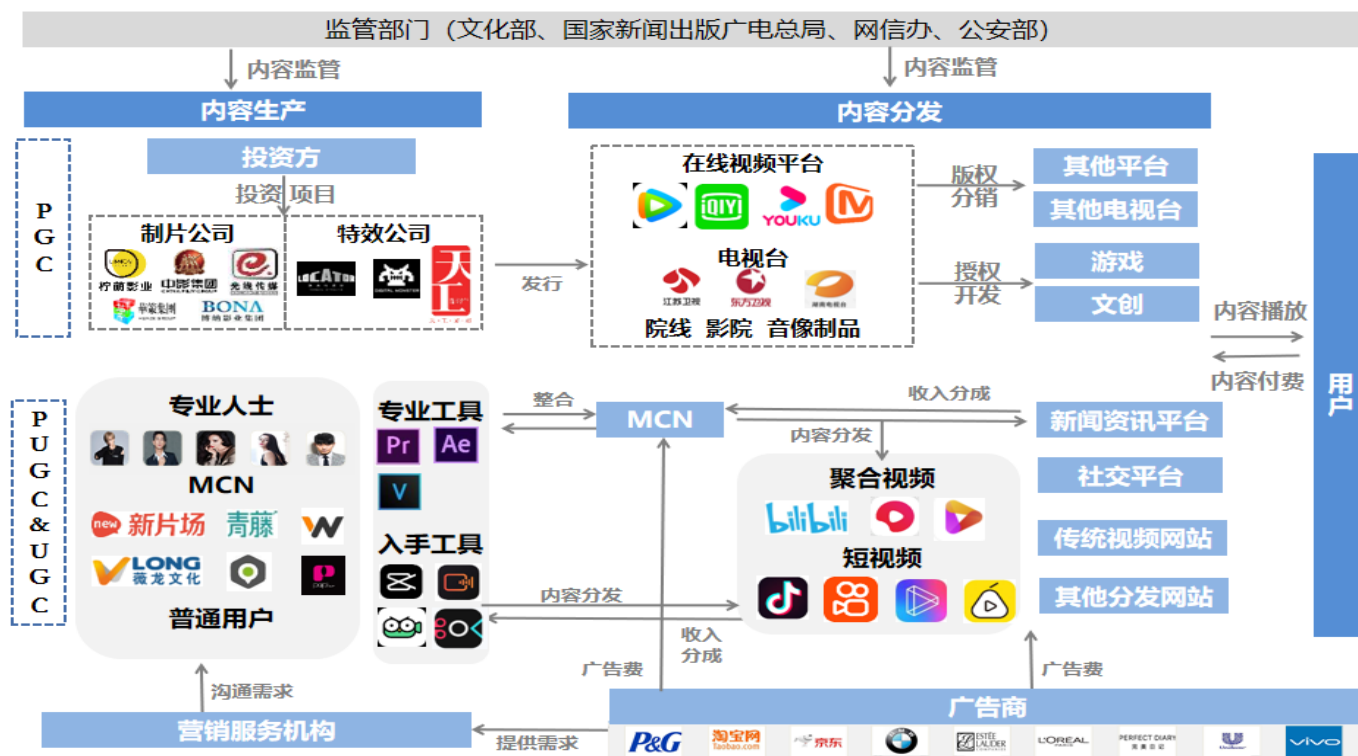


资料来源：艾媒咨询，华创证券

2、细分行业：产业链分工走向精细，视频内容生产注重垂类运营，专业化 MCN 占比提高

视频行业产业链呈分工精细专业化的特征。在线视频行业经历了十几年的规范发展阶段，目前进入到成熟专业化阶段。其一，上中游竞争激烈推动产业快速成长。上游影视剧制作公司、MCN 机构从数量以及规模上均持上升趋势，公司差异化发展以抢占有限市场；产业链中游即为在线视频平台，目前长视频平台由爱奇艺为首，中视频平台以 B 站为首，短视频平台以抖音快手为首，芒果 TV 等多家视频平台势头强劲。其二，上下游关系越来越紧密，下游为用户，中国在线观看视频的网络用户超 9 亿渗透率达 80%，且用户付费意愿不断上升，视频内容付费率保持上升趋势。

图表 38 视频行业产业链



资料来源：艾媒咨询，华创证券

中视频不断扩充内容分区精细化运营用户。目前共有有 32 个一级分区，90 个二级分区，二级分区下面的热门标签高达几百个。B 站对内容分割足够细化，内容覆盖泛娱乐领域如舞蹈、音乐、生活等领域，同时涵盖数码、知识、纪录片等精专业化垂直领域，通过不断细化的分区任何人都能在上面找到感兴趣的内容，并且能够找到同样圈子的用户共鸣。

图表 39 B 站一级分区不断细化



资料来源：BILIBILI 官网，华创证券

长视频走过跑马圈地探索剧场化模式。视频平台尝试剧场运营的核心在于生产垂类化内容并针对不同阶段的不同人群进行输出。以爱奇艺为例，爱奇艺从 2020Q2 起推出“迷雾剧场”以对标美剧的精品化内容和全新的剧场运营模式提升用户观剧体验，深耕“悬疑+”内容创作，推出的以《隐秘的角落》为代表的国产悬疑短剧在过去一年取得不俗的

战绩。此外，爱奇艺计划今年推出“恋恋剧场”，剧场聚焦爱情题材，这是爱奇艺对“分众策略”的进一步探索。

短视频平台从流量阶段向留量阶段过渡，大力扶持垂直内容领域创作者。2021年初抖音月活用户突破6亿，快手月活用户达5亿规模，随着用户规模达到一定量级，短视频平台正从流量阶段向留量阶段过渡。近年来，抖音快手除去最初的网红（直播）领域，均相继针对游戏、美食、音乐、区域文化、教育、汽车等垂直内容领域创作者的开展相应的流量扶持计划。以快手为例，快手将拿出百亿元流量扶持10万个优质生产者，重点覆盖20个垂类，以打造差异化矩阵形成内容壁垒。

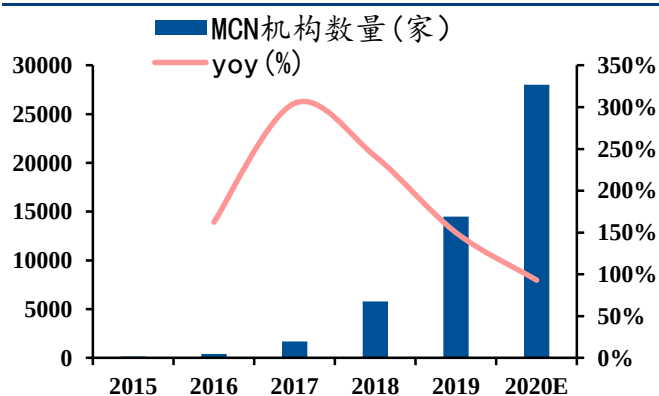
图表 40 快手部分垂直领域扶持计划梳理

领域	计划	计划内容
游戏	“百万游戏创作者扶持计划”	上线游戏内容聚合页，优化内容的呈现方式，在“发现”和“同城”页每个月将给予游戏内容不低于百亿次的曝光量。
二次元	“发电计划”	向快手原创动漫/声优/COS等二次元内容推出十亿流量扶持计划。
汽车	“2020说车人培养计划”	通过精准流量扶持1000位专业说车人，并与超过200家机构进行深度汽车内容合作，帮助说车人规模增长达200%，帮助20万汽车从业者变现。
美食	“美食家计划”	提供价值超10亿元流量扶持，对优质内容、具有潜力的创作者和爆款话题活动进行助推，帮助优质美食创作者成长为“快手美食家”

资料来源：36KR，搜狐，华创证券

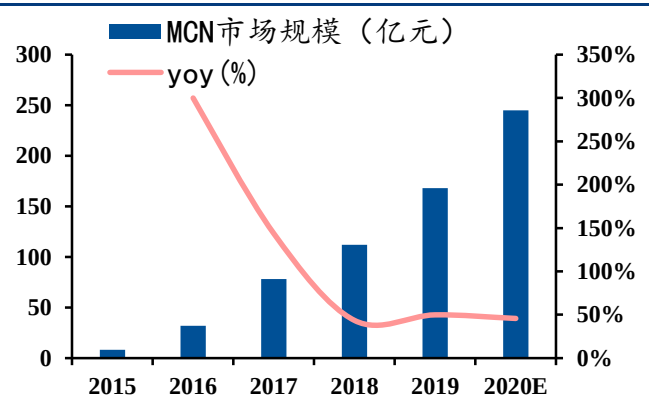
MCN规模不断壮大，视频内容生产更加专业化。MCN机构作为内容生产方的资源面覆盖产业链上下游，使得内容生产流程更加专业化，可控性更强。中国MCN产业自2017年出现了爆发性增长，机构数量从数百家量级猛增至上万家量级，同比增长多年超100%；且MCN市场规模也在迅速扩张，2018年市场规模已达到百亿级别。

图表 41 MCN机构数量高速增长



资料来源：艾媒咨询，华创证券

图表 42 MCN市场规模不断壮大



资料来源：艾媒咨询，华创证券

六、风险提示

国内外政策监管风险，行业增速放缓，行业竞争加剧。

传媒组团队介绍

组长，首席研究员：刘欣

中国人民大学硕士。先后于中金公司（2015-2016）、海通证券（2016-2019）、民生证券（2019-2020），从事 TMT 行业研究工作。所在团队 2016/2017 年连续两年获得新财富最佳分析师评选文化传媒类第三名，2016 年水晶球评选第三名，2016 年金牛奖第三名，2017 年水晶球第五名，2017 证券时报金翼奖第一名，2019 年获得 WIND 第七届金牌分析师评选传播与文化类第五名等。

助理分析师：费磊

南开大学硕士。曾就职民生证券，2021 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	副总经理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	段佳音	资深销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	包青青	销售经理	0755-82756805	baqingqing@hcyjs.com
	巢莫雯	销售经理	0755-83024576	chaomowen@hcyjs.com
	董姝彤	销售经理	0755-82871425	dongshutong@hcyjs.com
	张嘉慧	销售助理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	邓洁	销售助理	0755-82756803	dengjie@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	官逸超	资深销售经理	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	资深销售经理	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	吴俊	高级销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。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。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-20572500
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572522