



远看Metaverse和VR， 近看优质内容底部机会 ——传媒行业2021年度中期投资策略

分析师及联系人

• 王傲野

(8621)61118753
wangay@cjsc.com.cn
执业证书编号：
S0490518010002

• 聂宇霄

(8621)61118753
nieyx@cjsc.com.cn
执业证书编号：
S0490520060004

• 王成璐

(8621)61118753
wangcl2@cjsc.com.cn
执业证书编号：
S0490519070001

• 徐润

(8621)61118753
xurun@cjsc.com.cn
执业证书编号：
S0490520010001

报告日期	2021-06-04
行业研究	深度报告
评级	看好 维持

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源: Wind

相关研究

- 《Roblox系列研究之一: 工具赋能、社区创作, 打造多元虚拟世界》2021-05-24
- 《传媒行业2020年年报及2021年一季度综述: 后疫情期业绩逐步修复, 视频与广告表现亮眼》2021-05-08
- 《持仓龙头集中趋势不变—传媒互联网行业2021 Q1基金持仓分析》2021-04-25

媒体 II

远看 Metaverse 和 VR, 近看优质内容底部机会——传媒行业 2021 年度中期投资策略

● 投资主线

当前时点, A 股方面我们看好低位的游戏龙头三七互娱、完美世界、吉比特和平台型公司芒果超媒、分众传媒, 二线游戏龙头公司已调整到合理估值, 新一波的产品已储备上线, 字节、B 站、华为等公司也有望持续联合游戏厂商增强变现; 芒果超媒, 广告会员基本盘近两年仍有望维持高增长, 逐步迈入长视频领域第一梯队; 在新一轮中国大消费的机会下, 分众传媒有望穿越周期, 保持持续增长。

硬件 VR/AR 持续变革, Quest2 已显现消费级 VR 生态, Roblox 构建并推进 Metaverse 加速到来, 海外互联网方面, 看好腾讯控股在新一轮内容竞争领域的卡位优势, 短视频赛道抖音、快手高速变异, 社交社区、直播电商、兴趣电商等尝试开启, 我们看好短视频龙头与用户强绑定、庞大用户规模、带来各种资源变现的巨大机会。

● 细分领域观点和投资建议

移动互联网: 大盘流量稳定, 短视频时长持续渗透。长视频: 收入端, 我们看好行业会员提价与 ARPU 增长, 成本端, 演员片酬下降有效推动行业内容成本增速回落, 成本端有望继续改善。**短视频:** 长期来看虽然短视频行业的用户增速开始放缓, 但基于存量用户的变现仍有较大的发展空间, 其中广告和电商业务有望成为快手的主要业绩增长点。**推荐标的: 芒果超媒,** 2021 年公司内容矩阵持续强劲, 广告和会员收入将保持增长, 借助综艺及艺人红人资源发力电商及实景娱乐业务, 或将成为公司新的业绩增长极。

广告营销: 2021 年一季度因去年同期疫情影响下的低基数, 广告刊例花费实现高增, 广告主投放需求持续复苏, 楼宇媒体赛道认可度提升。**推荐标的: 分众传媒,** 收入端, 新消费、电商等广告主有望持续加大广告投放; 成本端, 竞争趋缓, 整体成本费用可控。

游戏板块: 行业变革在即, 精品研发商价值持续提升。我们认为目前游戏板块估值已经到阶段性底部, 在买量竞争常态化背景下, 游戏行业回归产品逻辑, 优质研发商地位凸显; 同时字节强势入局, 发行环节或将迎来变革; 5G、云游戏、VR/AR、Metaverse 等高速发展, 重点公司核心产品陆续上线, 看好 2021 年重点游戏研发商投资机会。**推荐标的: 完美世界、三七互娱, 建议关注: 吉比特。**

院线: 票房市场修复进度良好, 全年票房或有望达 600~650 亿元, 院线公司业绩修复良好, 龙头公司或将持续受益于行业格局改善。**推荐标的: 万达电影。**

影视: 2021 年一季度龙头业绩改善显著, 行业调整下龙头公司或将持续受益。

出版: 疫情后板块经营修复显著, 看好大众出版龙头, **推荐标的: 中信出版。**

广电: 全国一网整合持续推进, 5G 带动新增量。

风险提示:

1. 传媒行业政策变化带来的不确定性;
2. 行业发展不及预期的风险。

目录

传媒板块总体回顾	6
经营概况：受疫情影响去年收入下滑，21Q1 业绩复苏走出低谷	6
板块整体估值低位，细分行业估值分化显著	7
板块走势表现一般，21Q1 基金持仓低配	8
移动互联网：大盘流量稳定，短视频时长持续渗透	9
长视频：看好行业会员提价与 ARPU 增长	10
推荐标的：芒果超媒	13
短视频：广告与电商变现具备高成长空间	14
广告营销：需求复苏，楼宇媒体赛道认可度提升	18
推荐标的：分众传媒	20
游戏板块：行业变革在即，精品研发商价值持续提升	21
板块回顾：估值降至阶段低点，长期增长趋势稳固	21
投资逻辑一：买量竞争常态化，优质产品议价权提升	22
投资逻辑二：字节跳动进军重度游戏，利好精品研发商	25
投资逻辑三：云游戏、VR/AR、Metaverse 加速催化，新技术打开新空间	27
投资逻辑四：核心产品将陆续发布，业绩增长确定性高	30
推荐标的	32
院线：影院经营持续修复，龙头业绩改善显著	33
票房市场修复进度良好，下半年市场表现可期	33
院线经营修复良好，关注龙头业绩改善	34
推荐标的：万达电影	35
影视：龙头业绩改善显著，行业调整下或将持续受益	35
出版：疫情后恢复显著，看好大众出版龙头	36
推荐标的：中信出版	37
广电：全国一网整合推进，5G 带动新增量	38

图表目录

图 1：2020 年传媒行业受疫情影响营收下滑	6
图 2：2021Q1 传媒行业营收同比增长 18%	6
图 3：2020 年传媒行业归母净利润转正	6
图 4：2020Q4 传媒行业归母净利润亏损收窄	6
图 5：近三年传媒行业商誉资产持续下降	7
图 6：传媒互联网板块单季度毛利率和净利率	7

图 7: 传媒互联网板块单季度期间费用率.....	7
图 8: 2020 年 7 月以来 CJSIC 传媒互联网板块估值整体呈下滑趋势	8
图 9: 传媒各细分子版块估值分化显著 (2021 年 5 月 18 日)	8
图 10: 2021 年初至 5 月 18 日 A 股各行业累计涨跌幅比较	8
图 11: 2021 年初至 5 月 18 日传媒和沪深 300 走势对比	8
图 12: 2014 年以来机构重仓传媒互联网板块的持仓市值占比与行业标准配置比例	9
图 13: 中国移动互联网月活用户整体保持稳定	9
图 14: 2021 年 3 月移动互联网各大行业月活净增用户 TOP10	9
图 15: 2021 年 3 月移动互联网巨头在移动大盘的用户渗透率.....	10
图 16: 移动互联网巨头系 App 使用时长占比	10
图 17: 爱奇艺、腾讯及芒果付费用户对比 (万人)	10
图 18: 爱奇艺、腾讯及芒果付费用户同比增速对比	10
图 19: 头部视频网站 MAU 对比 (万人)	10
图 20: 爱奇艺、腾讯及芒果付费率对比 (付费用户/MAU)	10
图 21: 2020 年超前点播模式剧集数量大幅提升 (单位: 部)	12
图 22: 超前点播大部分出现在剧集 30%-50%进度处	12
图 23: 爱奇艺内容成本增速下行	13
图 24: 快手与抖音日活跃用户对比.....	14
图 25: 快手用户城市等级变化.....	15
图 26: 快手与抖音的用户重合率持续提升.....	15
图 27: 头部短视频产品人均单日使用时长持续增长 (分钟)	15
图 28: 单双列广告展示效果对比	16
图 29: 快手电商 GMV 爆发式增长	17
图 30: 中国网络零售额增速下行	18
图 31: 中国直播带货市场规模高速增长	18
图 32: 2020 年下半年开始广告刊例花费增速回升	18
图 33: 各广告渠道收入同比增速对比	19
图 34: 新消费品牌采取的营销策略梳理	19
图 35: 重点游戏公司股价阶段变化及原因.....	21
图 36: 2021 年第一季度手游行业规模依然保持同比增长	22
图 37: 2019 年主要国家游戏 ARPU 值以及占人均 GDP 比例	22
图 38: 中国移动游戏买量投放发展历程	23
图 39: 莉莉丝发展历史: 专注产品, 四年磨一剑.....	24
图 40: 米哈游发展历史: 技术流+自有 IP+细分赛道.....	24
图 41: 字节跳动游戏业务发展路径猜想	26
图 42: 腾讯游戏品类和非腾讯系厂商重点优势品类	26
图 43: 沐瞳科技核心产品《无尽对决》全球流水表现 (单位: 百万美元)	27
图 44: 目前国内主要云游戏平台情况	28
图 45: 主要 VR 设备厂商发展路线.....	28
图 46: 2020 年全球 VR 头盔出货量大幅增长.....	29

图 47: 2020 年全球 VR 用户数量大幅增长	29
图 48: 《Roblox》平台日活用户数量	29
图 49: 《Roblox》平台流水表现	29
图 50: Roblox 开发者与内容生态的正向循环	30
图 51: Roblox 公司的营销费用率情况	30
图 52: 《英雄联盟》端游流水和 MAU 变化	31
图 53: 《DNF》端游流水（亿美元）	31
图 54: 2019 年以来我国月度票房表现（亿元）	34
图 55: 2021 年以来四个档期票房表现均优于 2019 年同期（万元）	34
图 56: 院线板块单季度营业总收入及同比增长	34
图 57: 院线板块单季度归母净利润及同比增长	34
图 58: 院线板块单季度毛利率及净利率	35
图 59: 院线板块单季度期间费用率	35
图 60: 影视板块单季度营业总收入及同比增长	36
图 61: 影视板块单季度归母净利润及同比增长	36
图 62: 全国有线电视网络整合方案猜想	38
表 1: 爱奇艺星钻会员与原钻石会员价格及权益对比	11
表 2: 爱奇艺、腾讯视频会员提价前后价格对比（单位：元）	12
表 3: 抑制演员片酬的相关政策及行业声明	13
表 4: 快手广告收入敏感性分析	16
表 5: 快手各渠道技术服务费收费标准梳理	17
表 6: 快手直播带货收入规模敏感性分析	18
表 7: 电梯 LCD 广告花费 TOP10 品牌梳理（标黄为教育类广告主）	20
表 8: 重点研发商研发壁垒持续提升	25
表 9: 《英雄联盟》手游商业化成熟后流水估计	31
表 10: 重点游戏公司部分产品线情况	31
表 11: 出版发行部分公司 2020 年以来同比增长率逐步改善（净利润指归母净利润，平均值指算术平均）	37
表 12: 广电系重要改革事项汇总	39

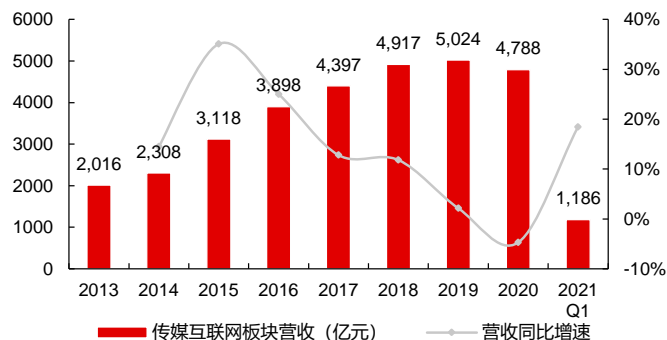
传媒板块总体回顾

本文选择长江传媒指数作为传媒行业样本数据进行归纳总结。

经营概况：受疫情影响去年收入下滑，21Q1 业绩复苏走出低谷

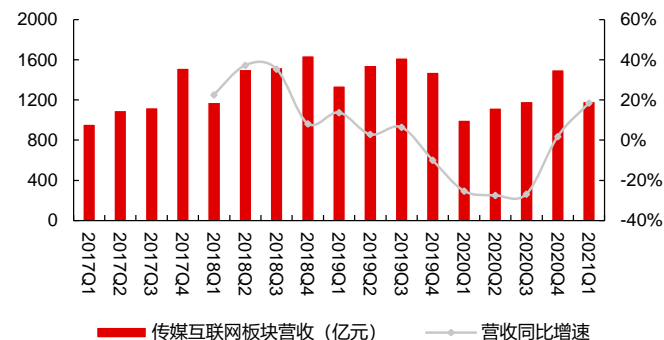
2020 年受疫情影响板块整体营收同比下滑，2021Q1 总营收同比增长 18%。2020 年板块总营收合计 4788 亿元，同比下滑 5%；2020 年前三季度板块总营收均处于负增长状态，主要由于影院、出版、广电等行业受到疫情较大影响；得益于国内疫情的有效控制和线下娱乐的有序恢复，2020Q4 板块总营收恢复正向增长，2021Q1 板块总营收达 1186 亿元，同比增长 18%。

图 1：2020 年传媒行业受疫情影响营收下滑



资料来源：Wind，长江证券研究所

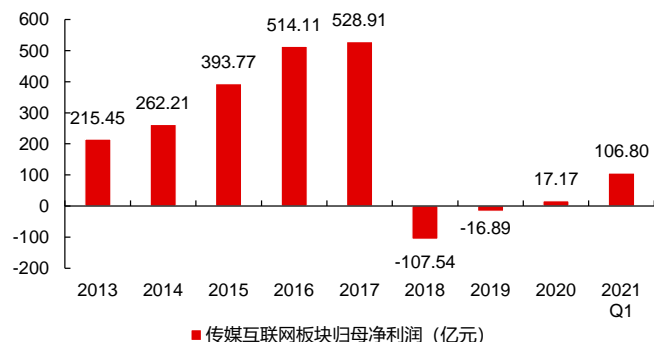
图 2：2021Q1 传媒行业营收同比增长 18%



资料来源：Wind，长江证券研究所

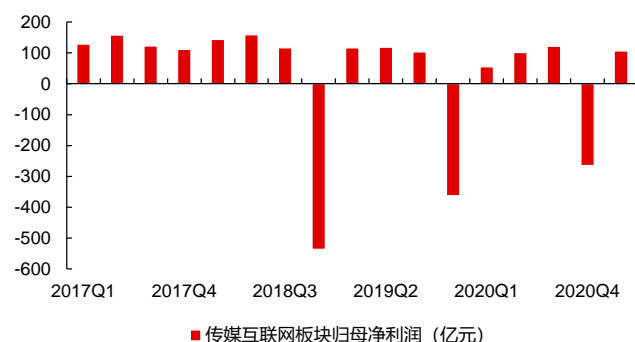
2020 年板块归母净利润转正，商誉资产逐年下降。2020 年传媒互联网板块合计实现归母净利润 17.17 亿元，自 2018 年以来实现首次业绩转正。2015 年传媒行业经历并购潮后 2018、2019 年持续消化计提商誉减值，2020 年传媒行业商誉资产回落至 765 亿元（低于 2015 年）。

图 3：2020 年传媒行业归母净利润转正



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 4：2020Q4 传媒行业归母净利润亏损收窄



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 5：近三年传媒行业商誉资产持续下降

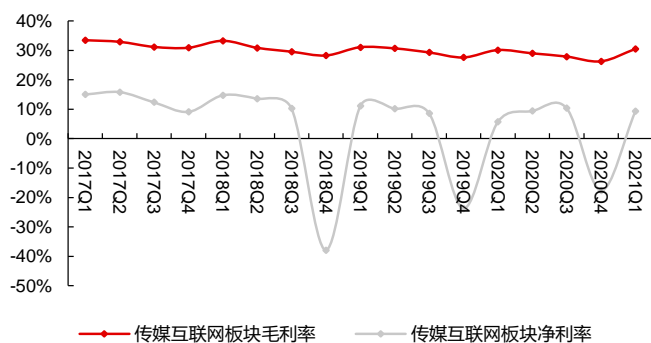


资料来源：Wind，长江证券研究所

疫情影响下 2020 年传媒行业毛利率及净利率均有所下降，2021Q1 盈利能力改善。2020Q1~Q4 相比 2019 年同期毛利率分别下降 0.96、1.67、1.39、1.31pct，2021Q1 毛利率同比有所回升。净利率层面，2020Q1 行业净利率水平降至 5.71%，同比下降 5.39pct，2020 年下半年盈利能力开始回暖，2020Q3 净利率回升至 10.37%。

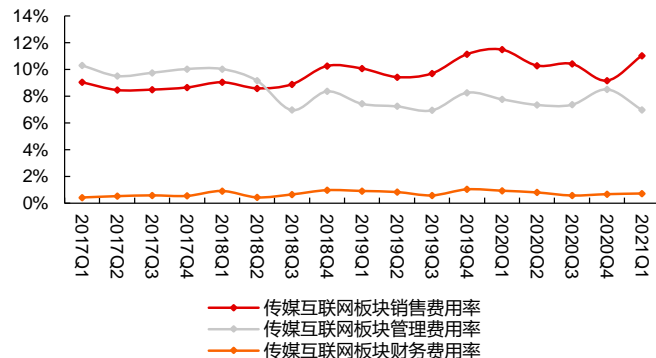
2020 年行业收入下滑导致费用率提升。2020Q1 传媒行业销售费用率为 11.49%，同比上升 1.42pct，2020Q2-Q3 分别上升 0.86、0.72pct；2020 年管理费用率相比 2019 年小幅增长，增幅低于 0.5pct；财务费用率总体保持稳定。

图 6：传媒互联网板块单季度毛利率和净利率



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 7：传媒互联网板块单季度期间费用率

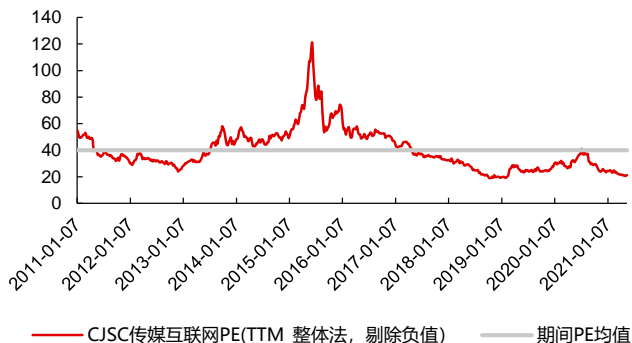


资料来源：Wind，长江证券研究所

板块整体估值低位，细分行业估值分化显著

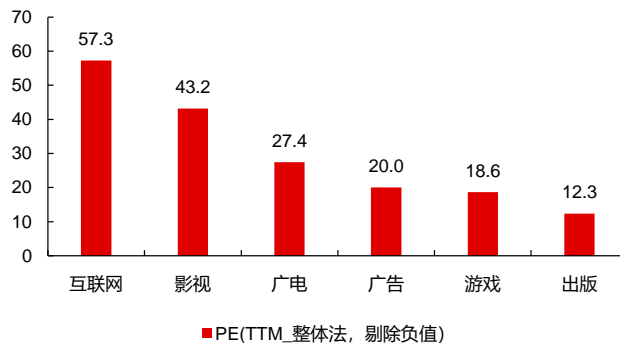
截至 2021 年 5 月 18 日，CJSC 长江传媒互联网板块整体估值约 21 倍，从 2020 年 7 月以来板块整体估值一直处于下行态势，当下板块估值接近 2018 年末 2019 年初水平；板块内部细分行业估值分化明显，互联网、影视、广电、广告、游戏、出版板块估值分别为 57.3、43.2、27.4、20.0、18.6、12.3 倍。

图 8：2020 年 7 月以来 CJSC 传媒互联网板块估值整体呈下滑趋势



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 9：传媒各细分分子板块估值分化显著（2021 年 5 月 18 日）

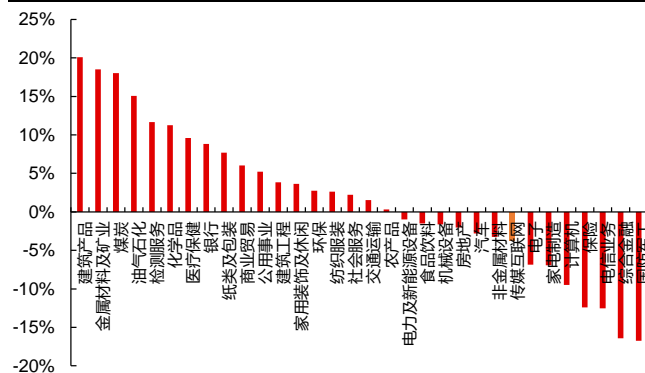


资料来源：Wind，长江证券研究所

板块走势表现一般，21Q1 基金持仓低配

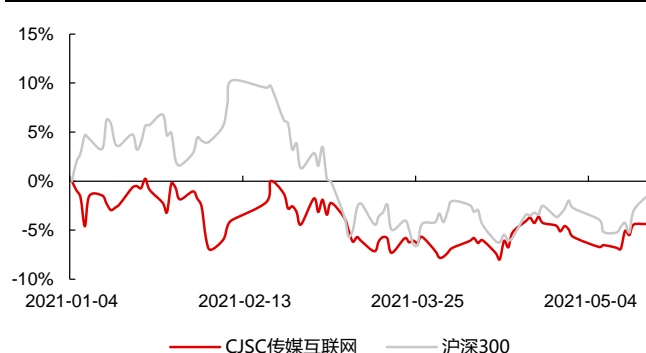
年初至今传媒行业行情表现一般。截至 2021 年 5 月 18 日，年初以来 CJSC 传媒行业整体下跌 3.75%，在 32 个子行业中排名第 25。板块走势来看，年初至 5 月 18 日，CJSC 传媒行业（按照流通股本加权平均法计算）基本处于跑输沪深 300 指数状态，但二者差距在 3 月以来逐步缩小。

图 10：2021 年初至 5 月 18 日 A 股各行业累计涨跌幅比较



资料来源：Wind，长江证券研究所

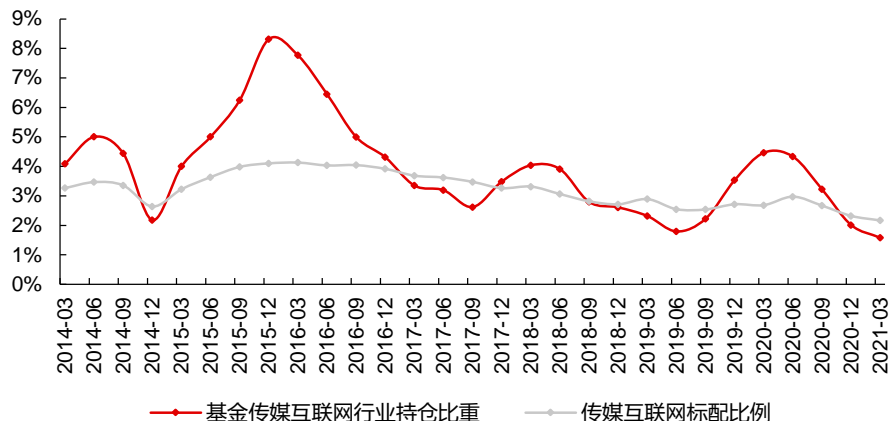
图 11：2021 年初至 5 月 18 日传媒和沪深 300 走势对比



资料来源：Wind，长江证券研究所

从 2021 年一季度传媒互联网板块基金持仓来看，行业整体处于低配状态。我们根据四种主动偏股型基金口径（包括普通股票型、偏股混合型、平衡混合型及灵活配置型）进行基金重仓统计，并与传媒互联网行业标准配置比例（传媒板块公司自由流通总市值与全部 A 股自由流通市值的比值）进行对比，2021Q1 传媒互联网股基金持仓市值占比约 1.58%，低于标配比例。

图 12：2014 年以来机构重仓传媒互联网板块的持仓市值占比与行业标准配置比例

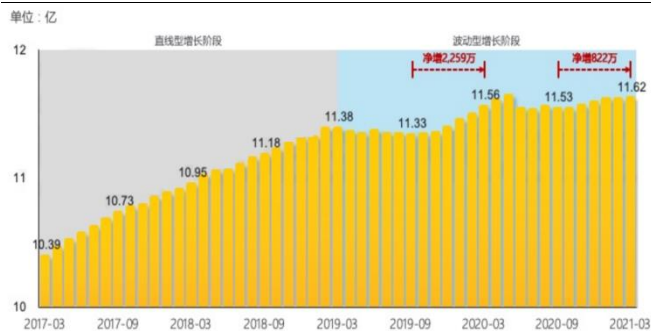


资料来源：Wind，长江证券研究所

移动互联网：大盘流量稳定，短视频时长持续渗透

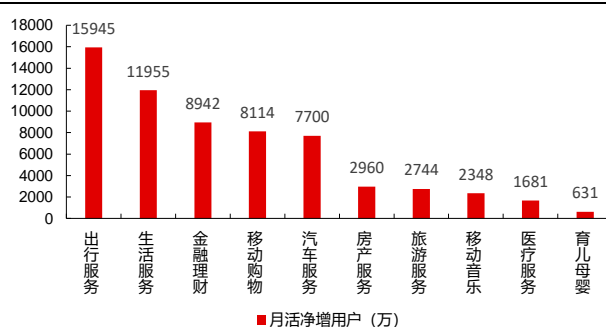
移动互联网用户呈季节性波动性增长趋势，总体用户体量保持稳定。一季度受春节催化带动全网流量环比增长，2021 年 3 月移动互联网用户达 11.62 亿，整体用户量保持稳定，大盘增长已接近饱和。细分行业看，受疫情影响的出行、生活服务等行业应用需求持续复苏，其中出行服务类应用月活净增用户达到 1.59 亿。

图 13：中国移动互联网月活用户整体保持稳定



资料来源：Questmobile，长江证券研究所

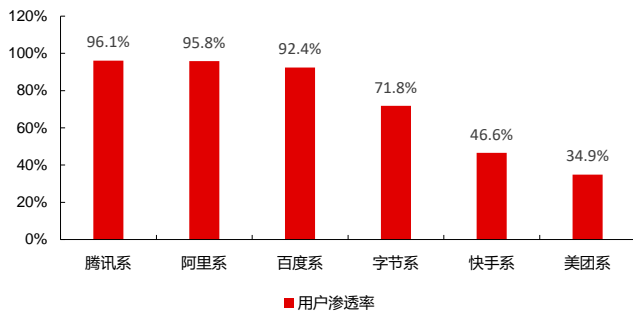
图 14：2021 年 3 月移动互联网各大行业月活净增用户 TOP10



资料来源：Questmobile，长江证券研究所

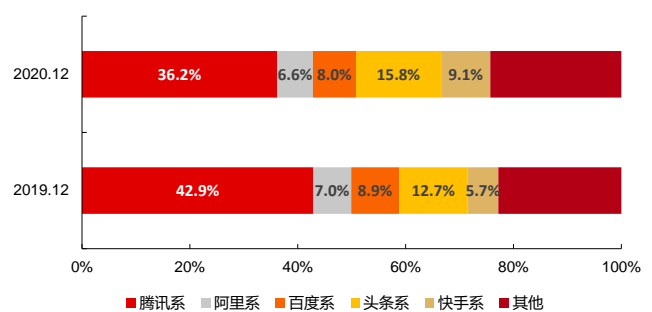
移动互联网时长增长放缓，短视频巨头的用户时长份额持续提升。2020 年 12 月，全网用户月人均单日使用时长 6.4 小时，同比增长 4.9%，时长增长放缓。从竞争格局看，短视频巨头持续加强对 BAT 的份额侵蚀。2020 年 12 月头条系用户时长占比提升至 15.8%，快手系用户时长占比提升至 9.1%，腾讯系用户时长份额进一步收缩至 36.2%。2021 年 3 月，字节系用户渗透率提升至 71.8%，快手系用户渗透率提升至 46.6%。

图 15: 2021 年 3 月移动互联网巨头在移动大盘的用户渗透率



资料来源: Questmobile, 长江证券研究所

图 16: 移动互联网巨头系 App 使用时长占比

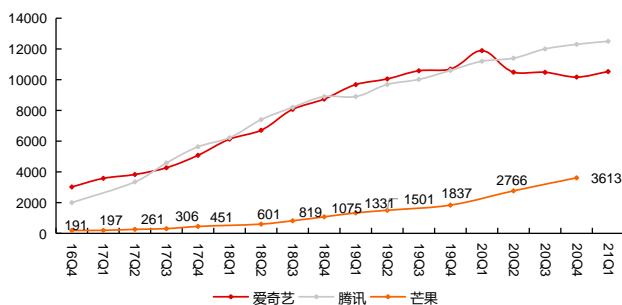


资料来源: Questmobile, 长江证券研究所

长视频: 看好行业会员提价与 ARPU 增长

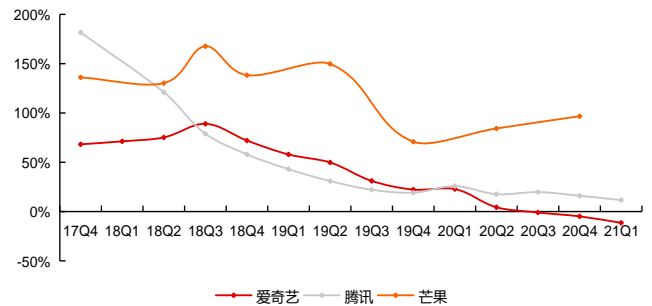
进入过亿会员时代后,长视频行业付费用户增速放缓。21Q1 爱奇艺付费用户为 1.05 亿,同比下滑 11%,腾讯视频付费用户为 1.25 亿,同比增长 12%,头部视频网站的付费用户增速进一步下滑。

图 17: 爱奇艺、腾讯及芒果付费用户对比 (万人)



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

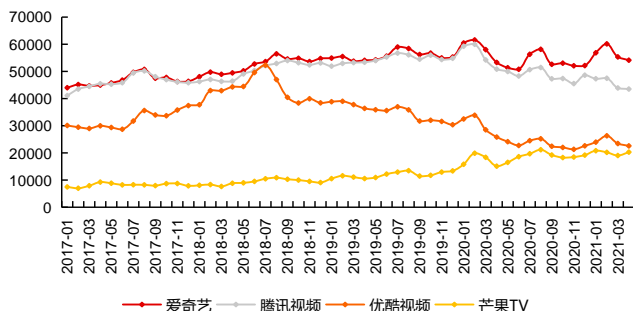
图 18: 爱奇艺、腾讯及芒果付费用户同比增速对比



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

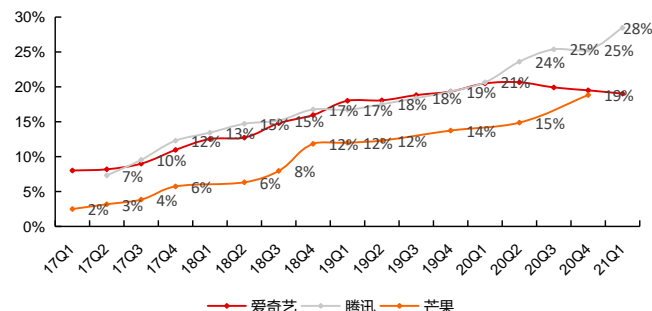
长视频行业流量趋于稳定,付费率增长分化。头部视频网站腾讯、爱奇艺的平台 MAU 保持稳定,2020 年底均在 5 亿左右。付费率层面,2021Q1 腾讯付费率提升至 28%,环比提升 3pct,2021Q1 爱奇艺付费率回落至 19%,头部视频平台付费率表现出现分化。我们认为,基于当前相对稳定的平台流量,长视频的付费用户增长预计持续放缓。

图 19: 头部视频网站 MAU 对比 (万人)



资料来源: Questmobile, 长江证券研究所

图 20: 爱奇艺、腾讯及芒果付费率对比 (付费用户/MAU)



资料来源: Questmobile, 公司公告, 长江证券研究所

投资逻辑一：爱奇艺腾讯相继开启会员提价，行业性提价趋势基本确立

在头部平台会员增长乏力，广告招商承压的背景下，视频行业增长逻辑由量向价转变。

当前视频网站提升用户 ARPU 的方式主要有：1) 直接提升会员价格；2) 推出更高规格的会员套餐；3) 会员体系的精细化运营，引入单片付费模式。

2020 年爱奇艺率先开启会员提价，2021 年腾讯视频跟进，行业性会员提价趋势基本确立。

2020 年 5 月爱奇艺推出全新会员业务“星钻 VIP 会员”作为爱奇艺会员体系中最顶级的会员标准，取代原“钻石 VIP 会员”，星钻会员定价高于钻石会员，对应享有的会员权益也更丰富，除“黄金 VIP 会员”的权限外，还涵盖超前点播、星钻影院、奇异果星钻会员、FUN 会员、文学会员、体育大众会员、VR 会员等多会员权益。

表 1：爱奇艺星钻会员与原钻石会员价格及权益对比

		黄金 VIP	星钻 VIP	原钻石会员
价格（单位：元）	连续包月	19	40	30
	连续包季	58	118	88
	连续包年	218	398	330
	单月	25	60	49.8
	单季	68	138	148
	单年	248	418	498
会员权益	多端互通	手机/电脑/iPad	手机/电脑/iPad/电视/VR	手机/电脑/iPad/电视
	畅想多会员	-	奇异果/FUN/体育大众会员/VR(含奇遇)	-
	等级会员加速	2000 成长值/年	3000 成长值/年	3000 成长值/年
	星钻影院	-	使用星钻观影券观看星钻影院	-
	超前点播	付费	免费	-
	电影点播券	2~4 张	额外增加 4 张	额外增加 4 张

资料来源：爱奇艺 App，青瓜传媒，长江证券研究所

2020 年 11 月爱奇艺针对黄金 VIP 会员、学生 VIP 会员开启直接性的会员提价，提价整体幅度在 15%-30% 之间，其中按月续费价格提升 27%。新定价推出后订阅爱奇艺会员服务用户将以新定价支付，而在调整前已是连续包月/季/年的黄金 VIP 会员、学生 VIP 会员，都享有爱奇艺提供的“不取消当前自动续费则两年内不变价”的保价服务。

2021 年 4 月腾讯视频开启会员提价，同时提价幅度高于爱奇艺。腾讯整体提价 17%-50%，其中单月付费价格提升 50%。在调整前已是自动续费状态的用户，将享有调价前价格续费优惠，保价服务延续一年（爱奇艺为两年）。行业性提价趋势下，芒果、优酷有望跟进。

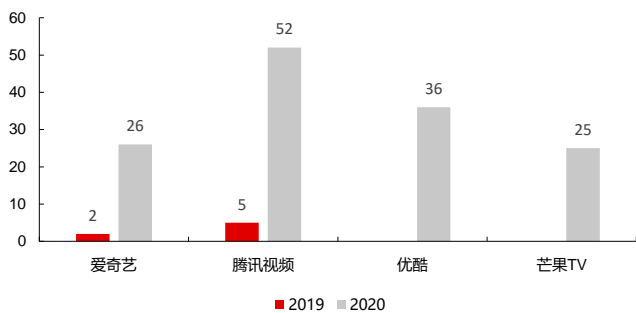
表 2：爱奇艺、腾讯视频会员提价前后价格对比（单位：元）

产品类型	爱奇艺			腾讯视频		
	提价前	提价后	提价幅度	提价前	提价后	提价幅度
月卡价格	19.8	25	26%	20	30	50%
连续包月价格	15	19	27%	15	20	33%
季卡价格	58	68	17%	58	68	17%
连续包季价格	45	58	29%	45	58	29%
年卡价格	198	248	25%	198	253	28%
连续包年价格	178	218	22%	178	218	22%

资料来源：爱奇艺，腾讯视频，长江证券研究所（注：提价前价格为安卓端价格）

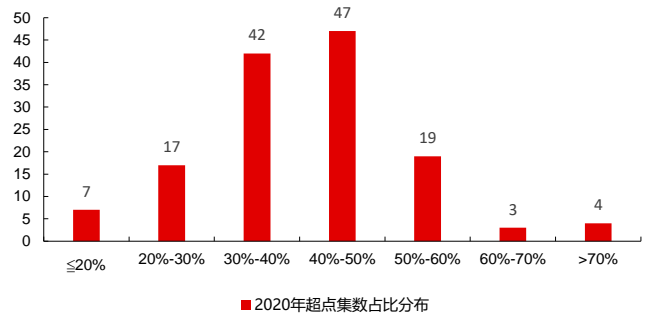
2019 年视频网站经历了单片付费的初步尝试之后，2020 年各大视频平台多部剧集均开启超前点播，平台 VIP 的单集点播费用一般在 1-3 元，超前点播多数出现在剧集中段，2020 年上新网剧中超前点播剧集占比 40%，同时超前模式从纯网剧延伸至《三十而已》等台网联播剧，单片付费已成为视频行业提升 ARPU 的有效手段。

图 21：2020 年超前点播模式剧集数量大幅提升（单位：部）



资料来源：云合数据，长江证券研究所

图 22：超前点播大部分出现在剧集 30%-50%进度处

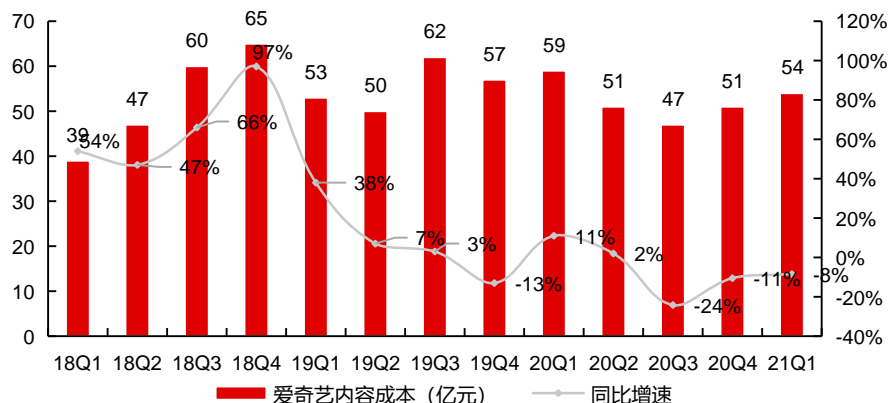


资料来源：云合数据，公司公告，长江证券研究所

投资逻辑二：演员限薪带动内容成本下行

演员片酬下降有效推动行业内容成本增速回落。伴随政府就演员片酬提出的相关指导性意见以及行业对市场定价的逐步规范，2018 年下半年演员片酬开始下调，从而大幅缩减了视频网站的版权采购成本及内容自制成本。2020 年受疫情影响，三大视频网站及六大制作公司再次提出联合倡议，进一步加强演员薪酬待遇管理。视频行业对内容成本的控制力持续加强，爱奇艺自 2019 年以来内容成本增速显著回落，2020 年下半年开始内容成本实现负增长。我们认为，2021 年视频网站在成本端有望继续改善。

图 23：爱奇艺内容成本增速下行



资料来源：公司公告，长江证券研究所

表 3：抑制演员片酬的相关政策及行业声明

时间	部门	文件	内容
2017.9.8	国家新闻出版广电总局、国家发改委、财政部、商务部、人力资源和社会保障部等五部委	《关于支持电视剧繁荣发展若干政策的通知》	要建立和完善科学合理的电视剧投入、分配机制，严禁播出机构以明星为议价标准，综艺节目、网络剧参照电视剧的规定执行。
2017.9.22	中国广播电影电视社会组织联合会电视剧制片委员会、中国广播电影电视社会组织联合会演员委员会、中国电视剧制作产业协会、中国网络视听节目服务协会	《关于电视剧网络剧制作成本配置比例的意见》	各会员单位及影视制作机构要把演员片酬比例限定在合理的制作成本范围内，全部演员的总片酬不超过制作总成本的 40%，其中，主要演员不超过总片酬的 70%，其他演员不低于总片酬的 30%。
2018.4.4	优酷、腾讯视频、爱奇艺三大视频网站	《关于规范影视秩序及净化行业风气的倡议》	共同抑制不合理的高片酬现象。在内容制作层面，将演员的片酬比例控制在合理的成本范围内；在版权采买层面，将评估标准进一步优化和丰富，不唯明星论。
2018.8.10	优酷、腾讯视频、爱奇艺三大视频网站及正午阳光、华策影视、柠萌影业、慈文传媒、耀客传媒、新丽传媒六大制作方	《关于抑制不合理片酬，抵制行业不正之风的联合声明》	共同抵制艺人“天价”片酬现象，严格执行相关部门出台的“明星限薪令”——电影、电视剧、网络视听节目全部演员、嘉宾的总片酬不得超过制作总成本的 40%，主要演员片酬不得超过总片酬的 70%；并对不合理的演员片酬进行控制，其中单个演员的单集片酬（含税）不得超过 100 万元人民币，总片酬（含税）最高不得超过 5000 万元人民币。
2020.5.7	优酷、腾讯视频、爱奇艺三大视频网站及正午阳光、华策影视、柠萌影业、慈文传媒、耀客传媒、新丽传媒六大制作方	《关于开展团结一心 共克时艰 行业自救行动的倡议书》	加强演职人员在薪酬、排名、待遇等方面的管理，演职人员的薪酬包含所有劳务及按合同约定的其它费用，投资方不再为额外要求支付任何费用。坚决抵制攀比之风，艺人番位排名权、演职人员选择决定权应由投资方、制片方依法依规依合同约定。
2020.11.5	国家广播电视总局	《国家广播电视总局关于推动新时代广播电视播出机构做强做优的意见》	抵制低俗庸俗媚俗的工作机制，坚决防止追星炒星、过度娱乐化、高价片酬、唯收听收视率等不良倾向。

资料来源：广电总局，视频官网等，长江证券研究所

推荐标的：芒果超媒

1、坚持内容创新，内容矩阵持续强劲。

1) 综艺：芒果具备持续的爆款创造能力，2021 年《哥哥的滚烫人生》、《再见爱人》等具备爆款潜力；

2) 剧集：芒果联合湖南卫视创新性推出季风剧场，有望带动平台流量提升。

2、广告收入延续增长。

1)《乘风破浪的姐姐》商业价值延续，2021 年将连续推出两季姐姐续作，同时叠加王牌综艺《明星大侦探》等广告收入贡献，以及季风剧场带动的广告收入增量，芒果广告收入预计延续增长；

2) 芒果单部综艺带货能力突出，广告主投放预算向头部高性价比综艺转移。

3、受益于会员低基数，2021 年会员收入有望持续高增。

1)2020 年底芒果付费用户超过 3600 万，预计 2021 年用户增速有望保持在 40%以上；

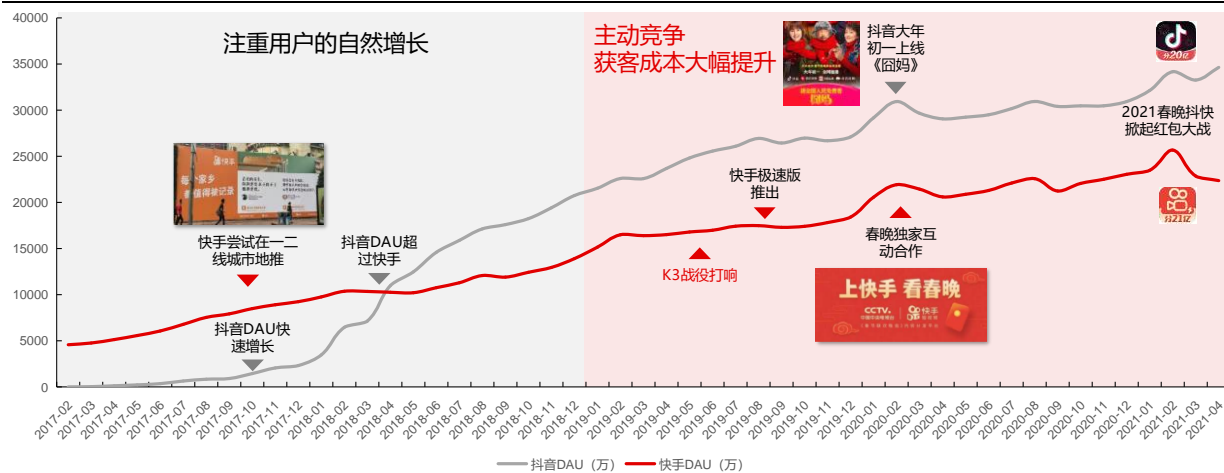
2) 行业性会员提价趋势确立有望带动芒果进行会员提价，推动 ARPU 提升。

4、芒果借助综艺及艺人红人资源发力电商及实景娱乐业务，或将成为公司新的业绩增长极。

短视频：广告与电商变现具备高成长空间

短视频行业在经历 2018-2019 年的流量高速增长后，2020 年头部短视频平台用户增长同样趋缓。2019 年快手提出 K3 战役主动获客，抖音与快手的流量竞争加剧，获客成本开始大幅提升。2021 年春节抖音与快手掀起红包大战，销售费用预计将长期高企。我们认为，后续短视频行业的流量增长预计持续放缓。

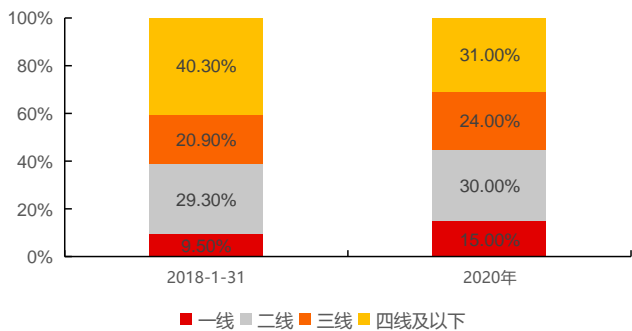
图 24：快手与抖音日活跃用户对比



资料来源：Questmobile，长江证券研究所

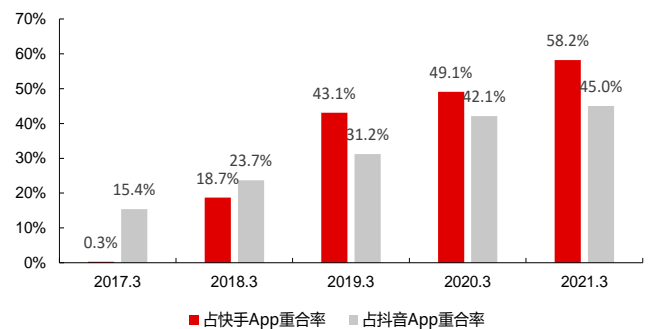
现阶段抖音与快手的增量用户主要来自对方平台的用户群体。快手以北方及农村地区用户为主，抖音聚焦一线城市及南方用户，抖音与快手在实现用户增长的同时进行用户的相互渗透。根据 Questmobile 统计，至 2021 年 3 月，双平台重合用户在快手上的重合率达到 58%，在抖音上的重合率达到 45%。2020 年快手在一线城市用户比重显著提升，快手与抖音的用户画像逐步靠近。

图 25：快手用户城市等级变化



资料来源：Questmobile, CBNDData, 长江证券研究所

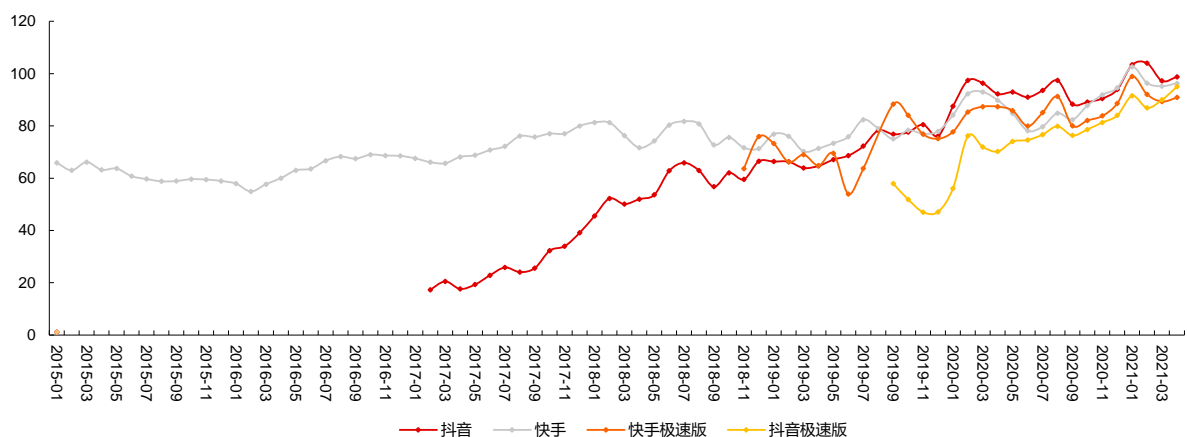
图 26：快手与抖音的用户重合率持续提升



资料来源：Questmobile, 长江证券研究所

相比较短视频行业的流量增长，提升时长具备更大的空间。用户对于短视频的观看习惯逐步形成，短视频平台内容日益丰富，2018年以来短视频用户使用时长不断增长，2020年底快手与抖音的单日人均使用时长超过90分钟（QM口径），2020年下半年快手改版新增单列精选页将进一步提升用户的使用时长（单列界面相比双列具备更高的用户沉浸感），我们认为，2021年短视频平台的单日用户使用时长或将达到120分钟。

图 27：头部短视频产品人均单日使用时长持续增长（分钟）



资料来源：Questmobile, 长江证券研究所

我们认为，长期看虽然短视频行业的用户增速开始放缓，但基于存量用户的变现仍有较大的发展空间，其中广告和电商业务有望成为快手的主要业绩增长点。

投资逻辑一：双列转单列释放信息流广告变现空间

相较于短视频的双列信息流产品，单列信息流具备更好的广告转化效果。双列信息流产品需要二次转化用户，第一次从双列界面点击进入单列全屏界面，第二次点击具体产品，实现效果转化，单列信息流只需单次点击即可转化。这也是抖音以广告收入为主，快手以直播收入为主的原因，快手原双列信息流的产品形态在广告上的变现空间较小。2020年9月快手进行主站改版后，新增单列精选页的浏览模式，基于单列信息流的广告收入有望爆发式增长。

图 28：单双列广告展示效果对比



资料来源：快手 App，长江证券研究所

信息流广告收入=DAU*曝光量*Add Loads*CPM (或 CTR*CPC)，主要影响因素包括用户量 (DAU)、用户使用时长 (曝光量)、广告价格 (CPM、CPC)、广告加载率 (Add loads) 等。头部短视频平台在用户使用时长、广告加载率上未到达天花板，同时随着广告分发精度与效果的提升，广告价格也有望进一步上涨，整体信息流广告收入向上具备较大的可拓展空间。

表 4：快手广告收入敏感性分析

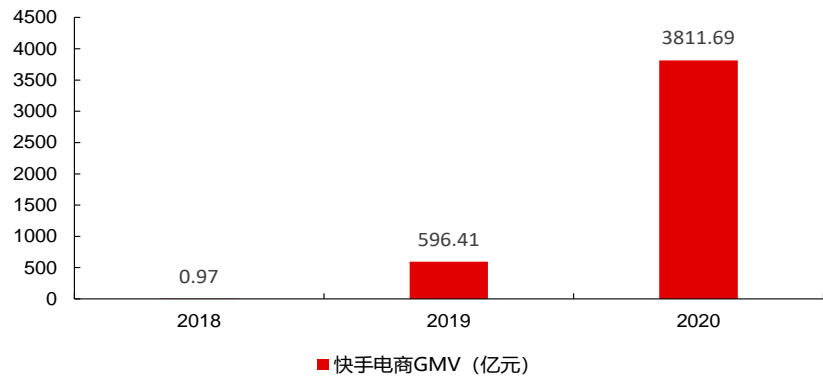
快手广告收入规模 (亿元)		快手单列广告加载率								
		7%	8%	9%	10%	11%	12%	13%	14%	15%
单列广告 CPM (元/千次)	30	207.34	236.96	266.58	296.20	325.82	355.44	385.06	414.68	444.30
	33	228.08	260.66	293.24	325.82	358.40	390.99	423.57	456.15	488.73
	35	241.90	276.46	311.01	345.57	380.13	414.68	449.24	483.80	518.35
	38	262.63	300.15	337.67	375.19	412.71	450.23	487.75	525.26	562.78
	40	276.46	315.95	355.44	394.94	434.43	473.92	513.42	552.91	592.40

资料来源：长江证券研究所

投资逻辑二：直播带货红利下电商业务的商业化变现

受益于直播带货赛道的高速增长，短视频平台带货 GMV 爆发式提升。快手、抖音通过抽取 GMV 或者佣金分成作为直播带货的技术服务费实现电商业务变现。以快手为例，短视频平台的带货渠道分为自营渠道（快手小店）及第三方渠道（淘宝、京东等，抖音 2020 年已关闭外链），针对自营渠道快手抽取 GMV 的 2%-5%，第三方渠道不同的平台对应不同的抽成政策，最高不超过 GMV 的 5%。现阶段，短视频平台仍处于鼓励商家入驻的阶段，抽取到的佣金基本返还给商家和红人，总体货币化率较低，长期看货币化率的提升有望显著增厚平台业绩。

图 29：快手电商 GMV 爆发式增长



资料来源：公司公告，长江证券研究所

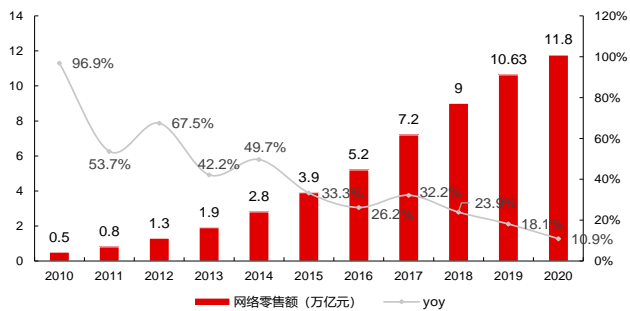
表 5：快手各渠道技术服务费收费标准梳理

商品渠道	快手添加商品佣金设置要求	快手技术服务费收费标准
快手电商商品	无	2%-5%左右
淘宝联盟	商品佣金比例 $\geq 10\%$ ，商品需要在淘宝联盟内容库中	0%
有赞	有佣金率的分成商品佣金比例 $\geq 10\%$ ，普通商品需要有赞商家在有赞平台进行授权	用佣金率的分成商品：佣金部分的 45%（上限为订单实际成交额的 5%） 普通商品：订单实际成交额的 5%
拼多多	商品佣金比例 $\geq 10\%$	订单实际成交额的 5%
魔筷星选	需要魔筷商户在魔筷平台进行授权	订单实际成交额的 5%
京东	商品佣金比例 $\geq 10\%$ （部分自营商品除外）	佣金的 50%（上限为订单实际成交额的 5%）

资料来源：快手小店，长江证券研究所

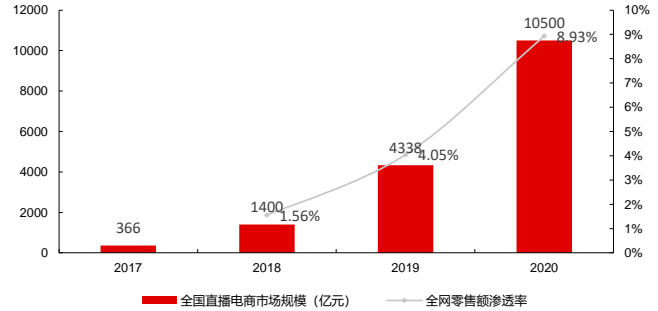
目前短视频平台的商家入驻率依然较低，直播带货仍有高成长空间。2020 年国内直播带货市场规模超过 1 万亿，2020 年快手带货 GMV3812 亿，快手市占率达到 36%。2020 年全网零售额达 11.8 万亿，未来 5 年我们以年均 10% 的增长率预测，至 2025 年全网零售额达到 18.9 万亿，2020 年直播带货市占率为 9%，假设 5 年后市占率提升至 25%，按当前快手市占率计算，快手直播带货规模有望达 1.7 万亿。

图 30：中国网络零售额增速下行



资料来源：国家统计局，长江证券研究所

图 31：中国直播带货市场规模高速增长



资料来源：前瞻产业研究院，长江证券研究所

表 6：快手直播带货收入规模敏感性分析

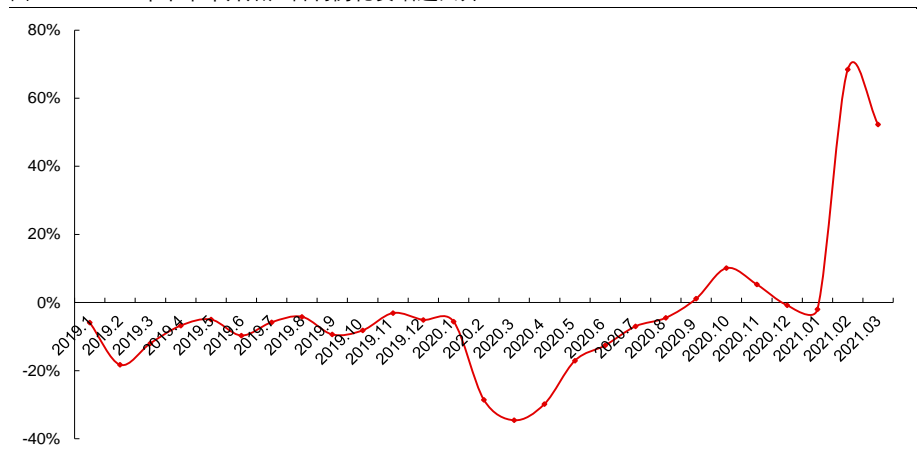
快手直播带货收入规模（万亿）	直播带货占电商市场比重				
	15%	20%	25%	30%	35%
30%	0.85	1.14	1.42	1.70	1.99
33%	0.94	1.25	1.56	1.88	2.19
36%	1.02	1.36	1.70	2.05	2.39
38%	1.08	1.44	1.80	2.16	2.52
40%	1.14	1.52	1.89	2.27	2.65
45%	1.28	1.70	2.13	2.56	2.98

资料来源：长江证券研究所

广告营销：需求复苏，楼宇媒体赛道认可度提升

2020 年受疫情影响广告投放需求收缩，2020 年下半年投放需求逐步复苏。根据 CTR 数据，2020 年 9 月全媒体广告刊例花费实现正向增长，2021 年一季度因去年同期疫情影响下的低基数，广告刊例花费实现高增，广告主投放需求持续。

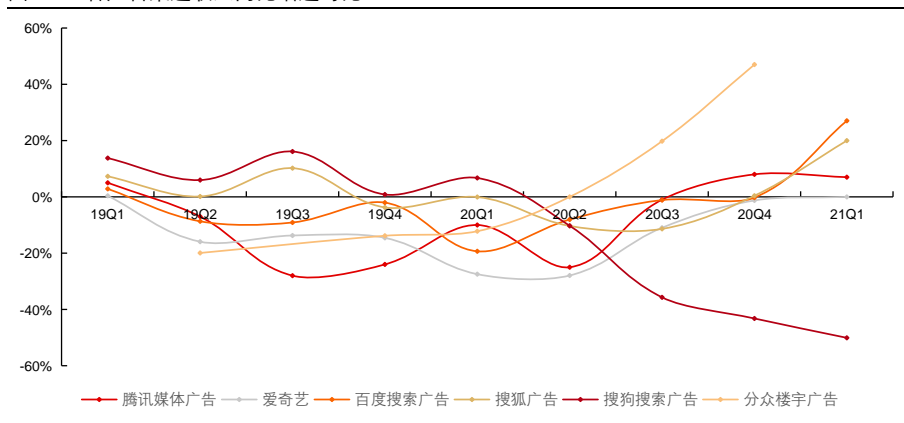
图 32：2020 年下半年开始广告刊例花费增速回升



资料来源：CTR，长江证券研究所

随着疫情的逐步平复及宏观经济的复苏，2020 年底多数品牌广告呈现不同程度的回暖。对比线上搜索广告、视频广告、门户广告与楼宇广告的收入增速，线下楼宇广告反弹力度远超其他品牌广告投放渠道。

图 33：各广告渠道收入同比增速对比



资料来源：公司公告，长江证券研究所

现阶段楼宇广告已成为不可或缺的广告投放组合。2020 年新消费品牌在分众的广告投放获得广告主的广泛认可，在此期间分众的渠道投放价值进一步提升。新消费品牌的营销模式一般遵循“初期：内容种草-中期：直播带货-后期：品牌推广”的路径。早期通过大量的种草内容向消费者传递商品信息，快速提升热度，形成渗透式传播，中期通过电商平台直播带货进一步提高产品关注度，后期进行大量的品牌广告投放影响消费者心智，加速品牌引爆。目前广告主多数采用线上微信+抖音/快手，线下分众的投放组合形式进行营销推广，楼宇媒体成为不可或缺的广告投放组合。

图 34：新消费品牌采取的营销策略梳理



资料来源：长江证券研究所

梯媒广告的广告主仍以消费品为主，广告主范围持续拓宽，教育行业影响有限。消费品、互联网及汽车行业是梯媒广告主要的广告主构成，其中快消品为梯媒广告投放的第一大品类。继新消费崛起后，分众持续挖掘快消细分品类，根据 CTR 统计，SKG、ULIKE 等新品类广告主均进入月度投放 TOP10。2021 年教育行业监管收紧，K12 品牌广告投放的不确定性对梯媒广告影响有限，快消、电商、游戏等品类的增长有望对冲在线教育广告投放的下滑。

表 7：电梯 LCD 广告花费 TOP10 品牌梳理（标黄为教育类广告主）

排名	2021 年 1 月		2021 年 2 月		2021 年 3 月	
	品牌	同比	品牌	同比	品牌	同比
1	妙可蓝多	227.50%	妙可蓝多	>1000%	BOSS 直聘	128.70%
2	元气森林	NEW	原始传奇网络游戏	NEW	新氧	>1000%
3	高途课堂	NEW	滴露	NEW	简爱	NEW
4	京东商城	67.10%	乌江榨菜	NEW	饿了么	NEW
5	作业帮直播课	NEW	简爱	NEW	滴露	NEW
6	步步高	27.50%	SKG	NEW	58 同城	23.90%
7	肯德基	192.50%	小天才	163.50%	ULIKE	NEW
8	搜狐	58.0%	雪花	90.80%	乌江榨菜	NEW
9	苏宁易购	148.50%	西贝	-61.30%	小天才	310.40%
10	汤臣倍健	606.70%	BOSS 直聘	NEW	智联招聘	-36.60%

资料来源：CTR，长江证券研究所

推荐标的：分众传媒

1、收入端：新消费、电商等广告主有望持续加大广告投放。

1) 楼宇媒体：2021 年一季度楼宇媒体广告投放高速增长，二季度在“六一八”的电商活动催化下广告收入增长持续；

2) 广告主：新消费、互联网电商、游戏、汽车等广告主有望加大投放量。

2、成本端：竞争趋缓，整体成本费用可控。

1) 租金稳定：2020 年受疫情及竞争趋缓的影响，单屏楼宇媒体租赁成本显著下滑，2021 年部分楼宇媒体租赁成本延续下滑趋势，总体租金成本预计保持稳定；

2) 点位小幅增长：2021 年公司预计小幅扩张点位，整体媒体租赁成本可控。

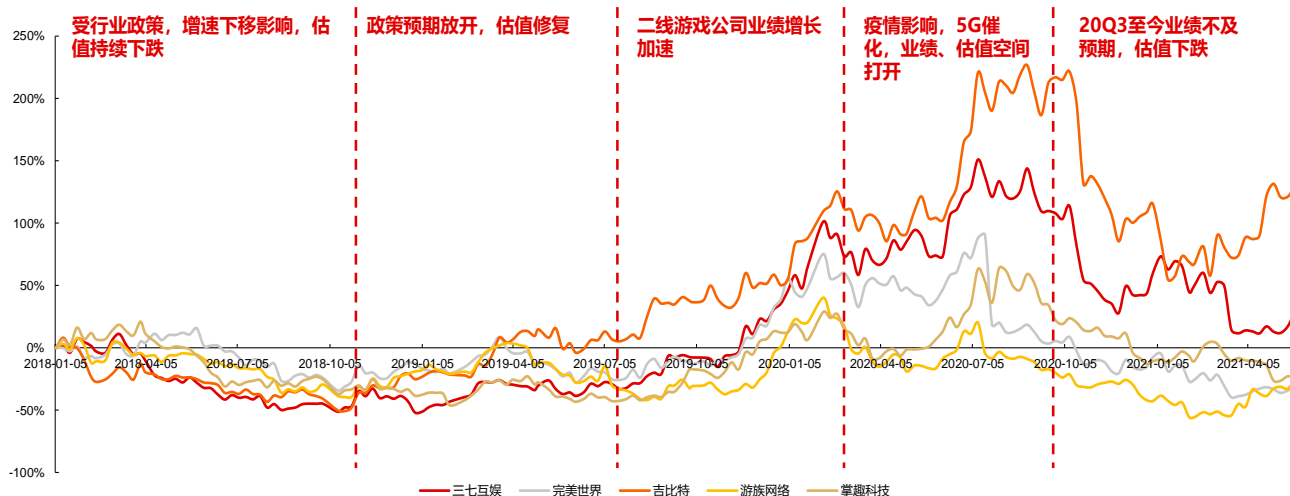
游戏板块：行业变革在即，精品研发商价值持续提升

板块回顾：估值降至阶段低点，长期增长趋势稳固

2021 年年初至今游戏板块整体回调较大，Q1 游戏板块股价剧烈下降，重点公司股价已经回归至 2020 年初水平，我们认为目前游戏板块估值已经到阶段性底部，继续下探空间有限。

游戏行业整体表现在 2021 年经历较大波动，20 年年初受疫情影响整体估值提升，而 2021 年年初以来，由于业绩不及预期等原因，目前股价已经跌至年初水平。自 2018 年初以来，游戏行业的整体股价变化大致可以分为 4 个阶段：2018 年年初至 2018 年 11 月，游戏板块受行业政策压制以及整体增速下行的影响，估值持续下移；2018 年 11 月至 2019 年 7 月，在版号放开以及政策回暖的预期下，游戏板块估值修复；2019 年 7 月至 2020 年 1 月，重点二线游戏公司业绩增长加速，在业绩带动下重点公司股价走强；2020 年 1 月至 2020 年 9 月，受疫情影响，游戏板块增长显著，同时在 5G 以及云游戏、VR/AR 带动下，游戏板块进入新周期，估值空间打开，重点公司估值水平持续提升；2020 年 10 月至今，游戏板块由于三季报增速不及预期，重点公司股价下降显著，均已回到年初水平。

图 35：重点游戏公司股价阶段变化及原因



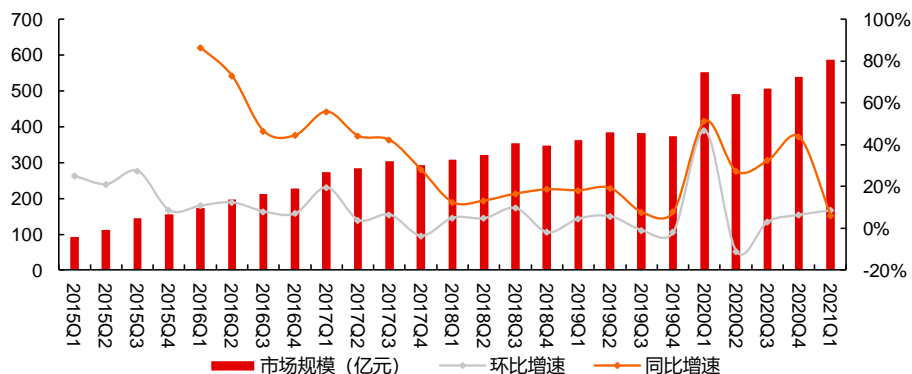
资料来源：Wind，长江证券研究所

在 2020Q1 高基数的背景下，2021Q1 手游行业规模依然保持同比正增长，游戏行业景气度依然较高，2021 年重点作品将陆续上线，我们判断，2021 年手游行业增速将保持在 10%~15%左右。

20Q1 手游行业规模 588.3 亿，同比增长 6.25%，20Q1 由于疫情影响基数较高，在高基数的背景下 21Q1 依然保持稳定增长。2020 年 Q1 至 2021Q1 手游行业规模分别为 553.7 亿元、493.0 亿元、508.5 亿元、541.5 亿元、588.3 亿元，同比增长分别为 51%、27%、32%、44%、6%，截至目前，疫情对于游戏行业的正面影响已经消除，用户时长

等数据已经回归至疫情前水平,但是 21Q1 依然保持稳定增长,伴随重点产品陆续上线,2021 年手游行业规模增速相比 2020 年将依然实现稳定。

图 36: 2021 年第一季度手游行业规模依然保持同比增长

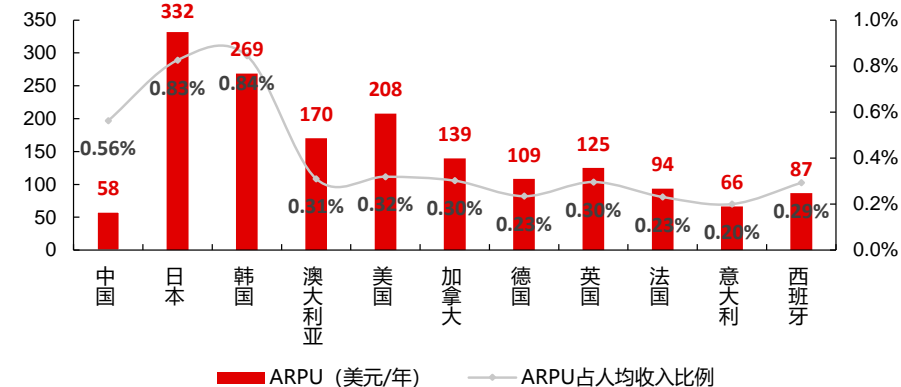


资料来源: 伽马数据, 长江证券研究所

中长期看, 游戏行业收入增长驱动力来自 ARPU 值的提升, 从目前国际对比以及空间上看, 中国游戏行业 ARPU 值还有提升空间。

游戏行业 ARPU 值占人均 GDP 比例: 日韩 > 中国 > 欧美, 东亚 (包括中日韩) 与欧美有较为显著的娱乐消费结构差异, 游戏收入占人均 GDP 收入比例较大, 中国对比文化环境相近的日韩还有增长空间。

图 37: 2019 年主要国家游戏 ARPU 值以及占人均 GDP 比例



资料来源: 世界银行, Wind, Newzoo, 长江证券研究所

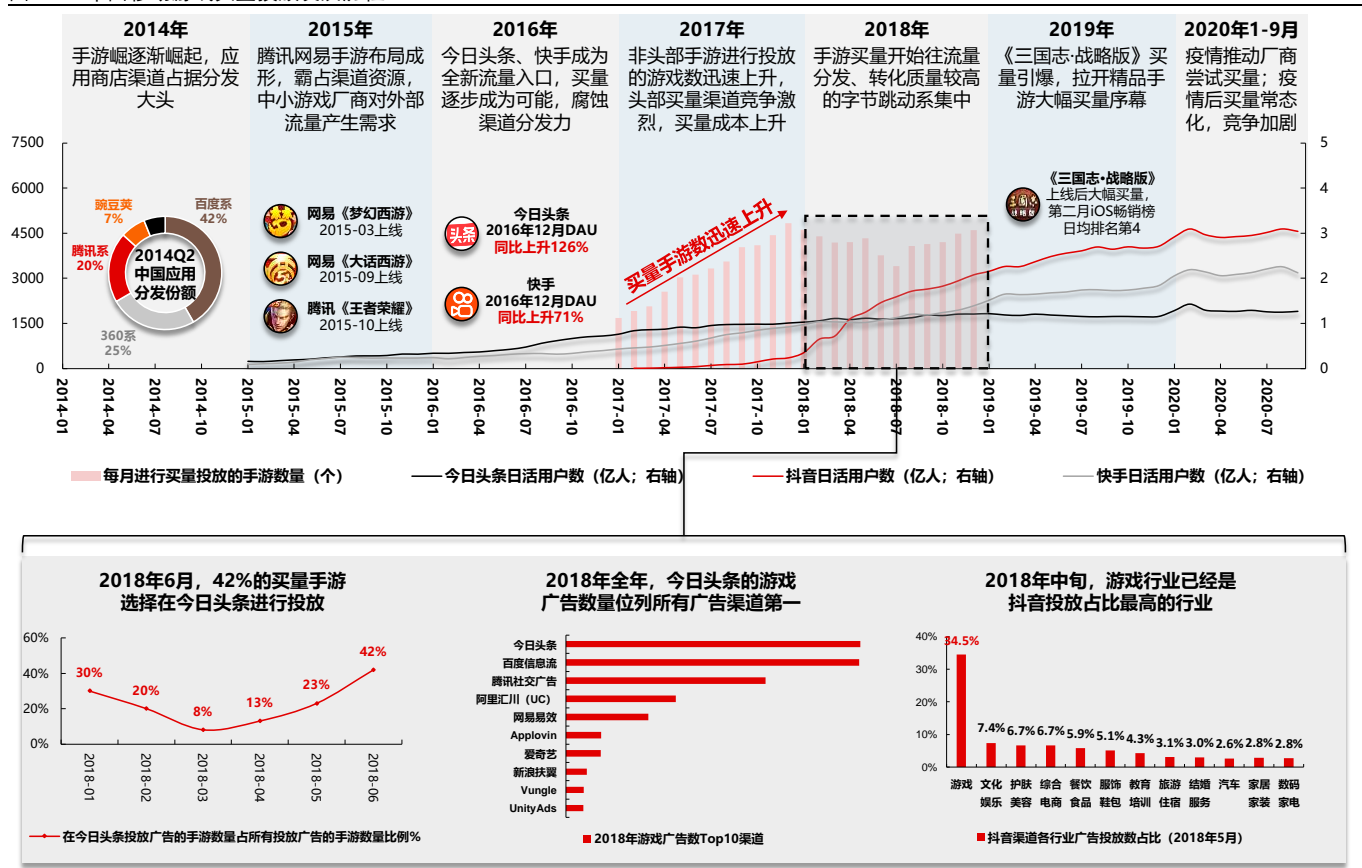
在此时点, 我们坚持看好优质研发商未来的投资机会, 买量竞争常态化, 游戏行业回归产品逻辑, 优质研发商地位凸显, 同时字节强势入局, 发行环节迎来变革, 5G、云游戏、VR/AR 等高速发展, VR 硬件和内容实现高增长, 优质产品议价权持续提升, 目前重点公司估值已至阶段性低点, 看好 2021 年重点游戏研发商投资机会。

投资逻辑一: 买量竞争常态化, 优质产品议价权提升

2019~2021 年, 手游买量市场出现了几大全新变化, 精品研发商 (包括上市公司、非上市公司) 全面进入买量市场, 买量竞争激化。

1. 早期进行买量投放的游戏主要以中小厂商的产品为主，但 2019 年末《三国志·战略版》通过买量引爆流水表现后，带动大厂精品游戏逐渐尝试买量，或推高后续买量游戏品质门槛。
2. 2020 年初，新冠疫情下居民在家时间上升，进一步放大字节跳动系娱乐流量游戏转化率优势，大量未曾买量的游戏尝试买量并收获成功。疫情后游戏买量趋势并未消退，国内游戏行业买量常态化，买量竞争加剧。
3. 部分游戏品类的买量投放竞争进入白热化阶段，我们预计未来大部分主流游戏品类的买量竞争都将显著高于目前水平。

图 38：中国移动游戏买量投放发展历程



资料来源：热云数据，App Growing，Quest Mobile，七麦数据，易观，长江证券研究所

买量竞争开始常态化，游戏行业回归产品逻辑，整体市场对于优质手游有迫切需求，优质产品议价权提升，精品游戏研发商竞争优势扩大。

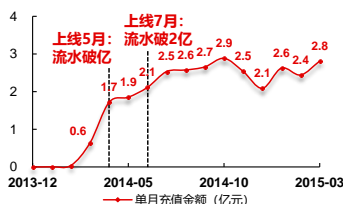
非上市公司米哈游和莉莉丝依靠产品创新，迅速崛起，成为一流游戏研发商，其推出爆款产品《原神》和《万国觉醒》成为 2020 年现象级的买量产品。米哈游和莉莉丝的成功证明了优质产品对于买量的重要性，拥有精品游戏研发能力的游戏研发商竞争优势迅速扩大。

图 39：莉莉丝发展历史：专注产品，四年磨一剑

—— 2014年：首战成名 ——



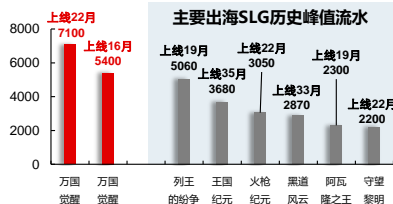
图：《刀塔传奇》上线后流水

4年
沉寂

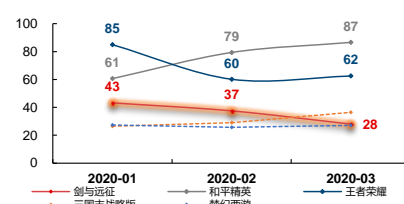
2018年至今：厚积薄发



图：《万国觉醒》流水与国产出海SLG峰值 (万美元)



图：2020 Q1月流水2000万以上游戏 (国内；百万美元)



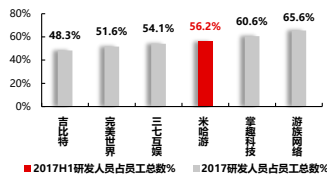
莉莉丝找到属于自己的品类后深度钻研，其专注于SLG与卡牌，在产品不尽人意下坚持不懈，经历数年研发，最终获得成功。

资料来源：TapTap, App Annie, Sensor Tower, 长江证券研究所

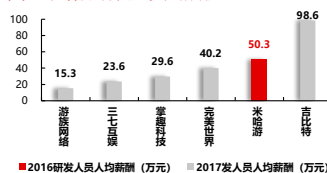
图 40：米哈游发展历史：技术流+自有 IP+细分赛道

米哈游非常注重研发

图：米哈游研发人员占比属中上



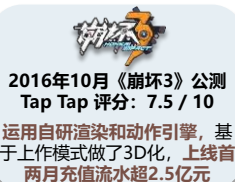
图：米哈游研发人员薪酬较高



高品质自研产品+自研IP，带来较高利润率

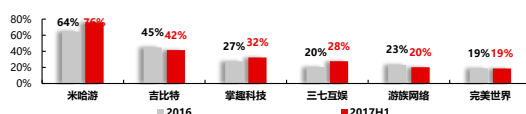
研发人数：30-50人
耗时：9个月

研发人数：80-100人
耗时：2年4个月



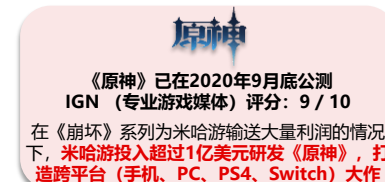
自有IP利润率较高

图：米哈游归母净利润率%高于A股游戏开发商



在细分二次元赛道继续发力研发

研发人数：超400人 (为《崩坏3》4倍)
耗时：至今已超3年



未来展望

- 打造细分赛道中头部IP；运用技术优势，围绕IP研发高品质产品，打造高粘性、高利润率产品。
- 米哈游在联网互动元素较少时亦大获成功，融合互动元素将表现更佳。

资料来源：米哈游招股说明书，各公司公告，TapTap，长江证券研究所

手游研发门槛持续提升，手游精品化成必然趋势，A股重点二线游戏开发商研发优势持续扩大，在买量愈加激烈的环境中市场份额有望逐步提升。

A股重点游戏公司研发优势手游研发成本持续提升，各大公司逐年加大游戏研发投入，重点公司研发投入和研发人员数量持续增长。重度游戏研发成本已经提升至中小公司难以承受的水平。

表 8：重点研发商研发壁垒持续提升

公司	研发投入金额（亿元）				占收入比例				研发人员（人）			
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020
完美世界	13.11	14.13	17.99	17.83	16.54%	17.59%	22.37%	17.44%	2563	2823	3447	3739
三七互娱	4.39	5.40	8.14	11.13	7.09%	7.07%	6.16%	7.73%	1461	1379	1582	2343
吉比特	2.44	2.87	3.32	4.31	16.94%	17.35%	15.31%	15.70%	239	297	360	439
游族网络	3.21	4.94	5.27	5.69	9.92%	13.80%	16.37%	12.10%	1467	1493	1350	1485
掌趣科技	4.51	4.47	3.98	4.81	25.51%	22.68%	24.60%	26.91%	1011	896	992	1038
心动公司	1.17	1.98	3.18	6.58	8.70%	10.49%	11.19%	23.09%	317	550	806	1355
网易	43.71	77.93	84.13	103.7	8.08%	11.60%	14.20%	14.08%				13565

资料来源：公司公告，Wind，长江证券研究所

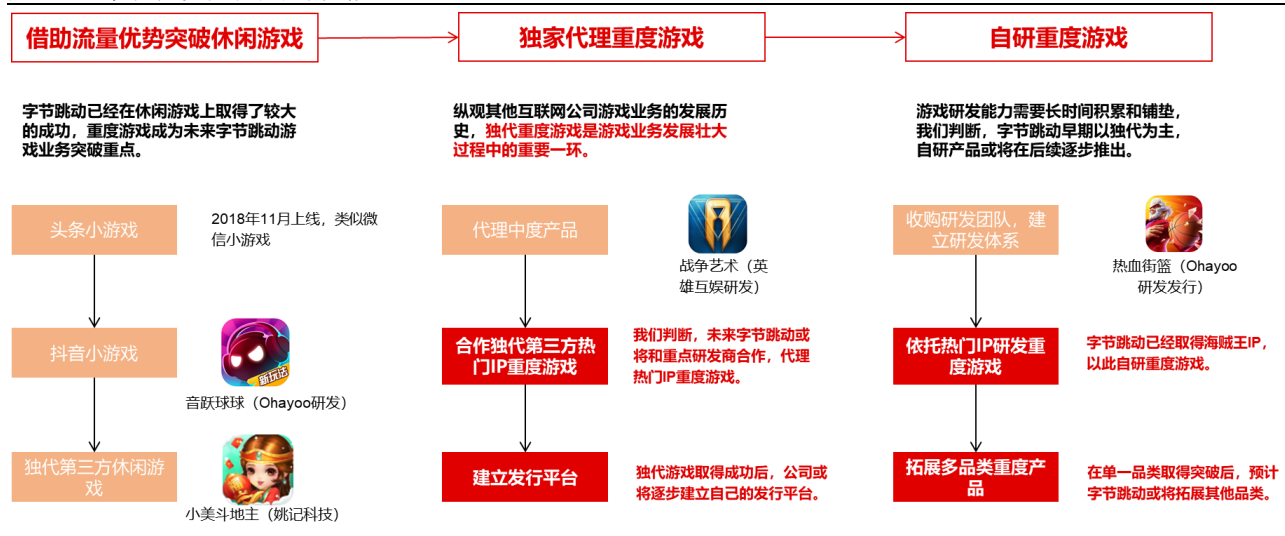
投资逻辑二：字节跳动进军重度游戏，利好精品研发商

字节跳动进军重度游戏，力度空前，我们判断，字节跳动的重度游戏的发展过程或将先代理，后自研，以独家代理优质重度游戏打开局面，后续逐步推出自研重度游戏。

结合国内外互联网厂商游戏发展历史以及字节跳动优势所在，我们猜想，字节跳动的游戏业务发展主要可以分为 3 个阶段：

- 1、**借助流量优势突破休闲游戏。**目前字节跳动已经在休闲游戏上取得了较大的成功，头条小游戏于 2018 年 11 月上线，头条自研小游戏《音跃球球》、代理棋牌游戏《小美斗地主》均取得巨大成功，重度游戏或将成为字节跳动游戏业务未来突破重点。
- 2、**独家代理重度游戏，字节跳动有望和重点研发商合作。**纵观其他互联网公司游戏业务的发展历史，独代重度游戏是游戏业务发展壮大过程中的重要一环，我们判断，字节跳动有望和重点第三方研发商合作，代理热门 IP 重度游戏。
- 3、**自研重度游戏，依托热门 IP 研发重度游戏。**游戏研发能力需要较长时间的积累和铺垫，我们判断，字节跳动自研重度游戏可能在独代游戏之后，字节跳动已经取得航海王 IP，我们猜想字节跳动可能以此为依托自研重度游戏，在单一品类取得突破后，将逐步拓展到其他品类。

图 41：字节跳动游戏业务发展路径猜想

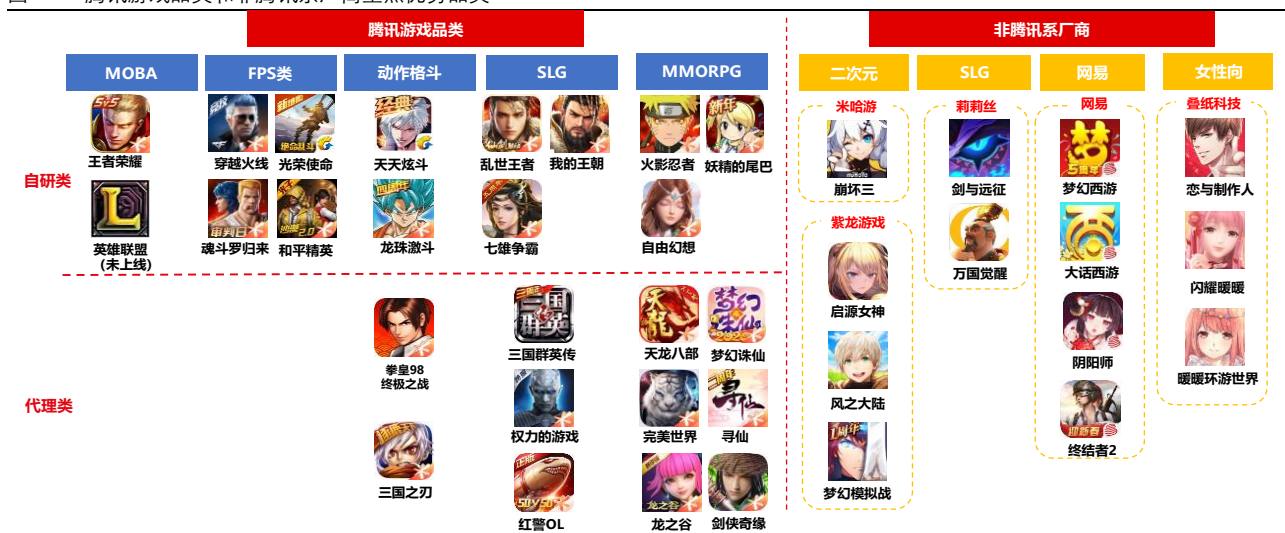


资料来源：字节跳动，长江证券研究所

从代理品类上看，我们判断，字节跳动最有可能避开腾讯优势品类，在腾讯较为薄弱环节进行突破，非腾讯系厂商的优势品类主要是二次元、MMORPG、SLG 等，结合字节跳动的业务布局，我们认为字节跳动代理产品突破的细分类型或将集中在二次元、MMORPG 等品类。

- 1、腾讯占据最大优势的品类主要是大 DAU 类型产品，比如 MOBA、FPS 领域，基本没有竞争产品，比如《王者荣耀》、《和平精英》等，而在动作格斗、SLG、MMORPG 等品类上，腾讯自研和代理产品共存，代理产品具备较大优势。
- 2、非腾讯系的厂商优势品类主要有二次元、SLG、MMORPG、女性向等细分品类，其中二次元品类有米哈游、紫龙游戏等厂商，SLG 品类有莉莉丝等游戏厂商，网易的优势品类集中在 MMORPG、卡牌等，女性向品类有叠纸科技等。

图 42：腾讯游戏品类和非腾讯系厂商重点优势品类

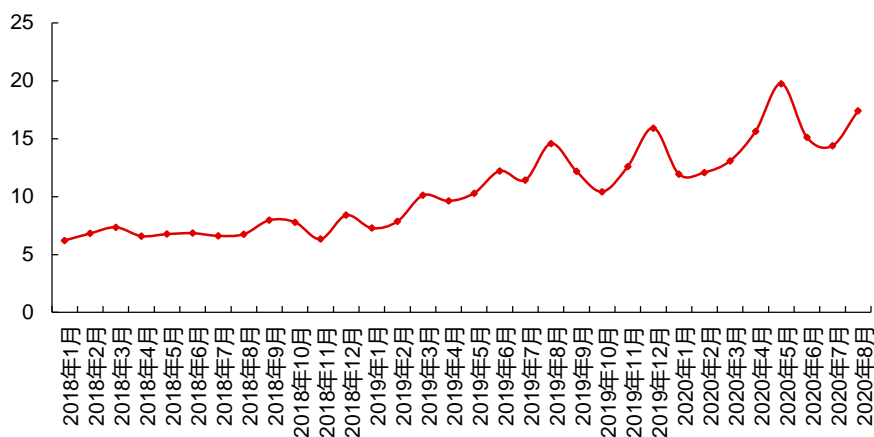


资料来源：七麦数据，公司公告，长江证券研究所

字节跳动旗下游戏品牌朝夕光年收购沐瞳科技，开拓全球游戏市场，游戏业务成为字节跳动未来重点拓展领域，字节跳动储备的重度手游产品包含多款代理发行与自研产品。我们判断，字节跳动自研产品尚需要 3~5 年积累竞争力，收购优质研发商以及代理产品或将最有可能率先突破。

字节跳动旗下游戏品牌朝夕光年收购沐瞳科技，寄希望在海外 MOBA 市场取得突破，和腾讯形成竞争。沐瞳科技已经成为朝夕光年全资子公司，沐瞳科技最核心的产品是一款于 2016 年上线的 MOBA 类手游——《无尽对决》(Mobile Legends: Bang Bang)。据 Sensor Tower 数据，截至 2020 年 1 月，该游戏的总收入已突破 5 亿美元，其中在中国以外的亚洲市场，该游戏是收入最高的 MOBA 手游，东南亚玩家约贡献了 3.07 亿美元的营收，已超越腾讯《王者荣耀》当时在海外市场的总收入。

图 43：沐瞳科技核心产品《无尽对决》全球流水表现（单位：百万美元）



资料来源：APP Annie，长江证券研究所

投资逻辑三：云游戏、VR/AR、Metaverse 加速催化，新技术打开新空间

云游戏是大势所趋，新技术为新产品新业态赋能，谷歌、微软、腾讯、网易、华为等国内外科技巨头相继开启云游戏布局，游戏方式、产品类型、用户体验等将迎来全面升级，加速了游戏产业创新发展进程。

2020 年以来 5G 商用落地加速，国内和国外科技巨头、云服务供应商、游戏公司、通信运营商等都加快了云游戏布局，使得云游戏平台接连落地，存量游戏开启“云化”进程。海外谷歌、微软等巨头正式推出云游戏平台，国内腾讯、网易、华为等科技巨头也开始测试云游戏平台，但是相比海外云游戏平台来说，国内云游戏平台成熟度、品质较弱，内容端亦有不足：从品质来看，国内云游戏平台画质普遍不如海外云游戏平台，基本不支持 1080P 以上分辨率；从内容端看，国内云游戏平台中 3A 游戏数量不足。

图 44：目前国内主要云游戏平台情况

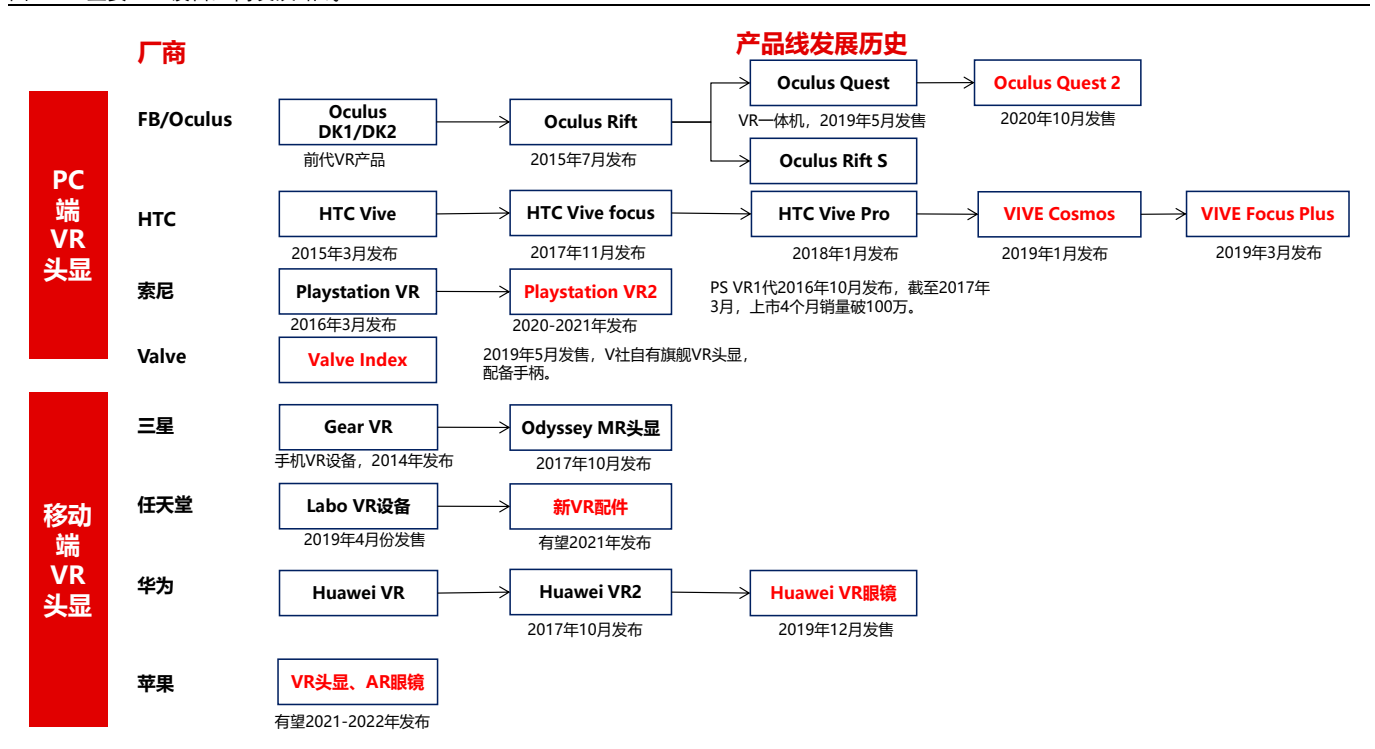
平台名称	研发公司	上线情况	游戏数量	最高分辨率	最高帧率	支持硬件端	收费模式	收费价格
网易云游戏	网易	2019年11月公测	340+ (可运行用户在其他第三方平台付费买断的游戏)	至少1080P	至少60 FPS	移动、PC、电视	PC端采用使用时长收费，部分游戏可免费玩，部分游戏需要付费买断后才可运行 移动端采用会员制收费，不限使用时长，部分游戏可免费玩，部分游戏需要付费买断后才可运行	1.8元/每小时 周卡：10元 月卡：30元 季卡：85元
Start	腾讯	2020年11月公测 (过去为封闭内测)	20+	至少1080P	至少60 FPS	移动、PC、电视	暂时免费	暂时免费
即玩	腾讯	2019年12月公测 (公众号模式)	200+	1080P	30 FPS	暂时仅移动端	暂时免费	暂时免费
咪咕快游	中国移动	已上线	205	1080P	60 FPS	移动、PC、电视	按使用时长收费，可玩游戏库内所有游戏 会员卡：每月20小时游戏时间+其他会员权益，可玩游戏库内所有游戏	3元/每小时 月卡：39.9元 季卡：79元 年卡：289元
天翼云游戏	号百控股	公测中	66+	1080P	60 FPS	移动、PC、电视	按使用时长收费，可玩游戏库内部分游戏 会员卡：每月提供20小时游玩时间+会员权益（例如：优先排队），可玩游戏库内所有游戏	5元/每小时 月卡：39.9元 季卡：79元 年卡：399元
格来云游戏	动规云科技	已上线	260+	1080P	60 FPS	移动、PC	按使用时长收费，可玩游戏库内部分游戏 会员卡（黄金/黑金SVIP）：每日一小时（黄金）/无限（黑金）游戏时长+其他会员权益，可玩游戏库内所有游戏	2元/每小时 黄金：29.9元/每月 黑金：88元/每月

资料来源：各云游戏平台官网，长江证券研究所

VR 生态的发展由设备和内容双重循环驱动，优质 VR 产品促进设备大卖，而 VR 设备渗透率提升将促进内容开发商加大投入，良性循环促进 VR 生态加速扩张。

伴随 VR 设备持续进步，VR 设备体验感进步显著，且价格回归至合理水平，消费级 VR 产品正在陆续出现，VR 行业已经走出低谷。从 2015 年开始，主要 VR 硬件厂商在设备性能上进步显著，体验感明显提升，且价格开始回归至合理水平，新产品的销量相对于老产品大幅增长，我们认为，技术进步是推动 VR 行业走出低谷的重要原因。

图 45：主要 VR 设备厂商发展路线

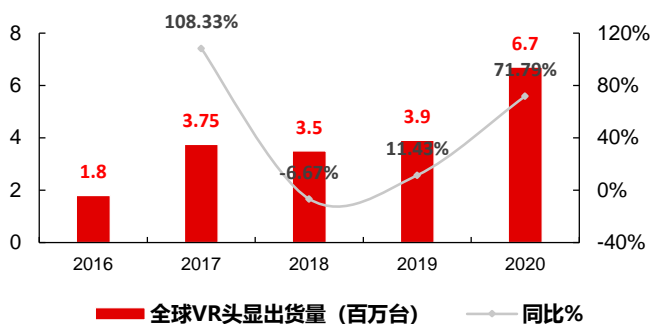


资料来源：彭博社，VR 陀螺，长江证券研究所

我们估计,2021 年全球 VR 一体机出货量有望达到 800~1000 万台,其中 Oculus Quest 产品占 80%左右,若存量用户基数突破 1000 万,将有可能成为构建社交关系网的基础。

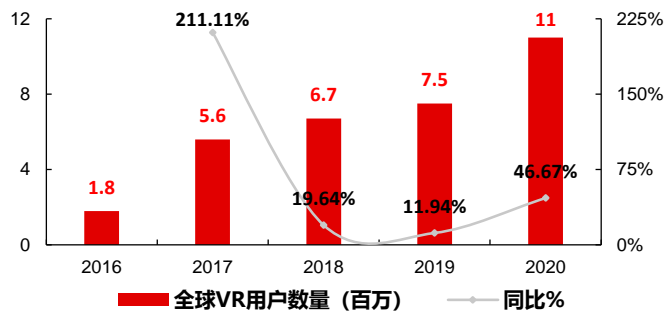
VR 行业起步于 2015 年,虽然经历了早期的期望膨胀和泡沫破灭低谷期,但是 VR 头显出货量和 VR 用户保持稳步增长,2020 年增速迅速提升,VR 行业开始走出低谷。根据 VR 陀螺的数据,2020 年,全球 VR 头显出货量达到 670 万台,同比增长 71.8%,全球 VR 用户数量达到 1100 万人,同比增长 46.7%,出货量和用户增速相较 2019 年均有较大提升。

图 46: 2020 年全球 VR 头显出货量大幅增长



资料来源: VR 陀螺, 长江证券研究所

图 47: 2020 年全球 VR 用户数量大幅增长



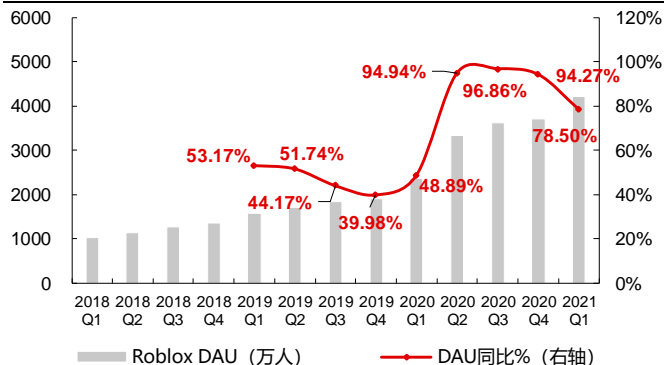
资料来源: VR 陀螺, 长江证券研究所

Metaverse (“元宇宙”) 开始催化, 各大巨头开始加大投入, 以 Roblox 为代表的游戏企业开启了游戏产业 Metaverse 的新时代。

Roblox 公司主要由 Roblox Studio、Roblox 云、《Roblox》平台这三大组件组成, Roblox 的三大组件 Roblox Studio、Roblox 云、《Roblox》平台分别对应了游戏产业链中的“研发-发行-分发”环节。Roblox 公司通过三大组件, 打造了一个属于 Roblox 的完整游戏产业链的闭环。

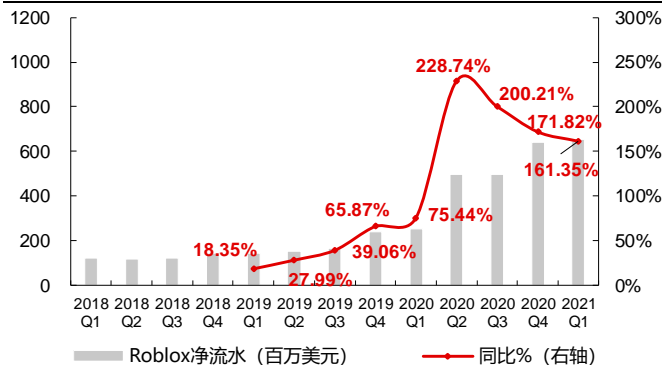
目前 Roblox 2021Q1 全球日活用户达 4210 万人 (同比增长 78.50%), 平台单季度流水达 6.52 亿美元 (同比增长 161.35%)。目前《Roblox》平台的表现远超其竞品《Minecraft》平台, 是当前全球移动端 UGC 平台的龙头, 2021 年 iOS 游戏畅销榜排名在美国维持在前 5 名内。

图 48: 《Roblox》平台日活用户数量



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

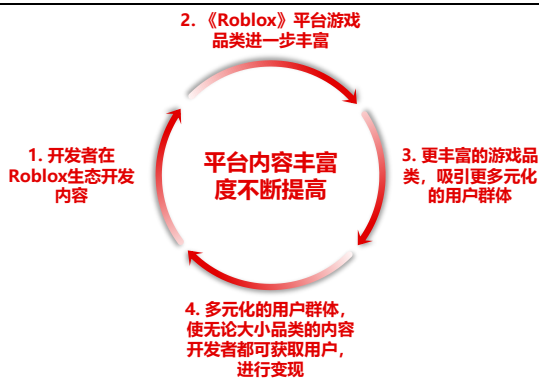
图 49: 《Roblox》平台流水表现



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

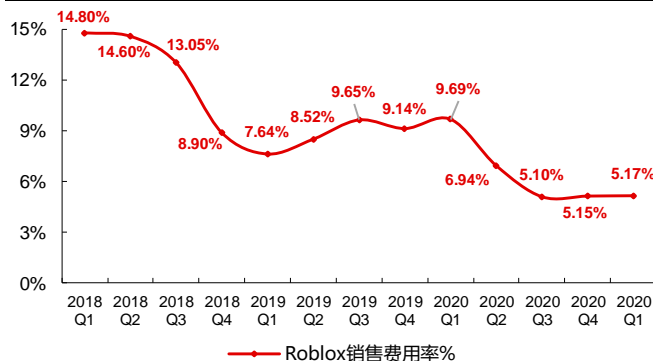
Roblox 成功背后的核心或在于通过向开发者提供较低学习与使用成本、但功能完善的游戏开发工具链与开发流程，及成熟的变现模式，汇聚了庞大的开发者群体；这些开发者为《Roblox》平台带来的海量多元化内容，使平台可以依靠内容吸引玩家。同时，也正是因此，Roblox 公司得以在长期维持较低销售费用率（近 10 季度销售费用率保持在 5%-10% 之间）的情况下，依然获得强势的用户增长。在 Roblox 当前的模式下，聚拢、打造开发者生态的优先程度高于吸引玩家，因为内容是《Roblox》平台的根本，而内容只可由第三方开发者生态合力创造。

图 50: Roblox 开发者与内容生态的正向循环



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 51: Roblox 公司的营销费用率情况



资料来源：公司公告，长江证券研究所

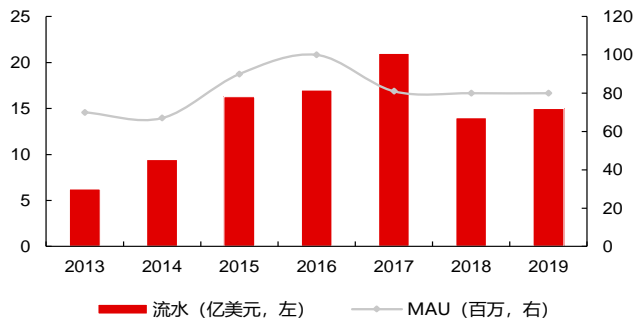
我们认为，随着 Roblox Studio 引擎的不断迭代，叠加 Roblox 云基建的不断完善，《Roblox》平台将在“即点即玩”、“多端互通”、“单个角色跨越内容”等独特游戏体验基础上，使“全球同服”等其他体验不断完善，叠加 Roblox 开发者群体内容制作能力的不断提升，未来有望使《Roblox》平台成为承载一个与“头号玩家”相似的线上虚拟游戏世界的基建提供方。

投资逻辑四：核心产品将陆续发布，业绩增长确定性高

游戏巨头腾讯和网易核心产品确定性高，《英雄联盟》、《DNF》等端改大作均有望实现较高的年流水，在带动手游行业整体增长的同时，对公司自身游戏收入也有较大的增量驱动。

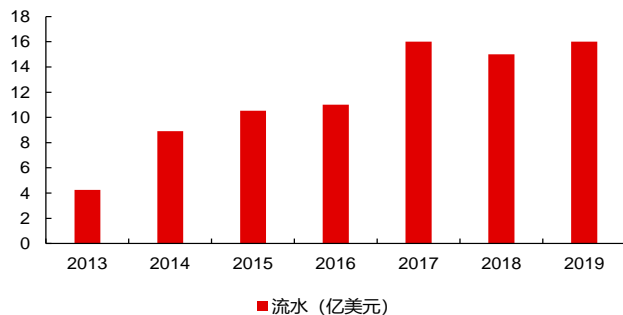
腾讯核心产品《英雄联盟》手游已经海外公测上线，目前数据表现良好，在多个测试国家下载榜排名前列，国内市场已经取得版号。《DNF》手游目前也将在未来上线，《英雄联盟》端游和《DNF》端游长期处于端游收入排行榜前列，玩家数量以及同时在线人数也是名列前茅，根据 Superdata 统计的数据，2019 年，《英雄联盟》端游流水 15 亿美元，《DNF》端游流水 16 亿美元。

图 52:《英雄联盟》端游流水和 MAU 变化



资料来源: Superdata, 长江证券研究所

图 53:《DNF》端游流水 (亿美元)



资料来源: Superdata, 长江证券研究所

我们估计,《英雄联盟》手游和《DNF》手游完全商业化之后年流水均将达到 150 亿元~300 亿元,对腾讯的游戏业务将产生较大的增量。2019 年《英雄联盟》端游流水 15 亿美元,折合人民币大概 100 亿元,按照 MAU 8000 万计算,每个 MAU 每年 ARPU 值大概 125 元。《英雄联盟》手游化之后 MAU 将有较大提升,参考《王者荣耀》并考虑最新情况,我们基于审慎预期认为,《英雄联盟》手游完全商业化之后 MAU 有望达到 1.5 亿,考虑到移动游戏 ARPU 值比端游更高,我们假设《英雄联盟》手游年 ARPU 值 100 元~200 元,则估算《英雄联盟》手游全球年流水 150 亿元~300 亿元,而由于目前《DNF》端游流水和《英雄联盟》手游类似,故我们估计《DNF》手游完全商业化之后流水也将达到 150 亿元~300 亿左右的规模。

表 9:《英雄联盟》手游商业化成熟后流水估计

游戏名称	《英雄联盟》端游	《王者荣耀》	《英雄联盟》手游
MAU (万)	8000	16000	15000
年 ARPU 值 (元)	125	188~250	100~200
流水 (亿人民币)	100	300~400	150~300
备注	根据 superdata 数据,《英雄联盟》端游年流水 15 亿美元		
		MAU 参考 Questmobile 公布的数据,流水和 ARPU 值为估计值	根据《英雄联盟》端游、《王者荣耀》最新情况进行调整与估计

资料来源: Superdata, Questmobile, 长江证券研究所

重点游戏公司核心产品将从 2020Q4 开始陆续发布,2021 年整体行业情况以及重点公司将明显回暖,重点公司 2021 年业绩增长确定性强,在估值处于低位的情况下,重点游戏公司有望迎来估值修复。

我们整理了腾讯、网易、重点二线游戏公司的产品线情况,由于疫情原因主要产品有所推迟,展望 2021 年,腾讯重磅产品《地下城与勇士》、完美世界《梦幻新诛仙》、凯撒文化《火影忍者》等均有有望在 2021 年上线,重点公司业绩增速或将有明显提升。

表 10: 重点游戏公司部分产品线情况

公司名称	游戏名称	预计/实际上线时间	游戏类型	备注
腾讯	英雄联盟手游		MOBA	已于 2021/5/20 开启先锋测试
	地下城与勇士 M		MMORPG	

	庆余年		MMORPG	
	合金弹头：觉醒		FPS	
	使命召唤国服	已于 2020/12/25 上线	FPS	
网易	星战前夜：无烬星河		策略	2 月版号获批，或年内上线
	哈利波特：魔法觉醒		策略类卡牌	官方：未来几月内上线
	暗黑破坏神：不朽		ARPG	官方：未来几月内上线
	指环王		策略	官方：未来几月内上线
	永劫无间		古风冷兵器多人动作竞技端游	已在 Steam 平台测试
	Westworld: Awakening		VR	西部世界 HBO 正版授权
	天谕手游	已于 2021/1/8 上线	MMO	
三七	斗罗大陆：魂师对决		MMO	斗罗大陆 IP
	斗罗大陆：武魂觉醒	已于 2021/3 上线	RPG	
	绝世仙王	已于 2021/2 上线	MMO	
	荣耀大天使	已于 2021/1 上线	角色扮演	
完美	梦幻新诛仙		RPG	预计年内上线
	一拳超人		格斗类	预计年内上线
	幻塔		开放世界	预计 21 年暑期上线
	战神遗迹	已于 2021 年 5 月上线	RPG	
	非常英雄	已于 2021/3/18 发售	动作冒险	手游
	新诛仙世界		MMO	PC+主机
吉比特	冒险与深渊		放置养成类	
	摩尔庄园		放置养成类	
	精灵魔塔		Roguelike 角色扮演	
	石油大亨		模拟经营类	
	一念逍遥	已于 2021/2/1 上线	国风放置类	

资料来源：公司公告，长江证券研究所

推荐标的

1、完美世界

- 1) 老牌端游厂商，优质 IP 储备丰富，在 MMORPG 领域具备强大研发和运营实力，竞争实力突出；
- 2) 重点产品流水稳定，新游戏表现亮眼，买量效果突出，2021 年储备产品丰富，首包括《梦幻新诛仙》《幻塔》等，业绩增长有保证；
- 3) 云游戏兴起，云试玩广告即将开启商业化，公司作为精品研发商，受益 5G 以及云游戏的兴起；
- 4) 代理 Steam 中国，有望成为中国最大的端游平台，并引入 SteamVR 平台。

2、三七互娱

- 1) 公司采取“大流量购买+精细化运营”相结合的方式，在流量运营方面具备龙头优势，重点产品流水高速增长；
- 2) 公司打造精品产品，专攻差异化细分市场，继续看好公司在传奇、奇迹品类的深度挖掘，并开展多元化布局；重点开拓海外市场，海外储备产品丰富，具备很大增长潜力；
- 3) 5G 商用开始后，将加速游戏内容产业的需求，公司作为精品游戏内容研发商，业绩持续性强，有望保持快速增长。

建议关注：吉比特

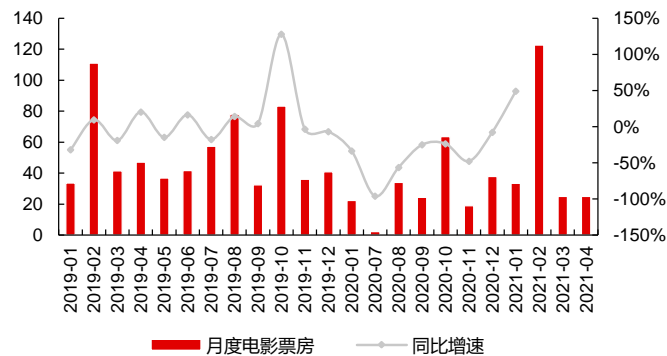
- 1) 老产品《问道》端游和《问道》手游均保持稳定，为公司贡献稳定流水，且产品进入成熟期，运营效率提升，运营费用开始下降；
- 2) 重点发力 Roguelike 细分领域，积累了较强的研发实力，在 Roguelike 领域有运营《不思议迷宫》、《贪婪洞窟》、《地下城堡 2》等多款游戏；
- 3) 公司研发支出快速增长，有储备产品丰富，2021 年计划上线多个精品游戏，后续业绩爆发可能性强。

院线：影院经营持续修复，龙头业绩改善显著 票房市场修复进度良好，下半年市场表现可期

2020 年下半年影院陆续恢复常态化经营，今年电影市场修复进展良好。2021 年 1~4 月，全国实现票房 206.07 亿元，较 2019 年同期的 233.25 亿元下滑约 12%；观影人次达 4.91 亿人，较 2019 年同期的 5.92 亿人下滑约 17%；平均票价 42.0 元，较 2019 年同期的 39.4 元上涨约 7%。此外，今年电影市场呈现档期和非档期“冷热不均”的现象，或主要由于非档期优质影片供给不足、对观影需求刺激较弱。

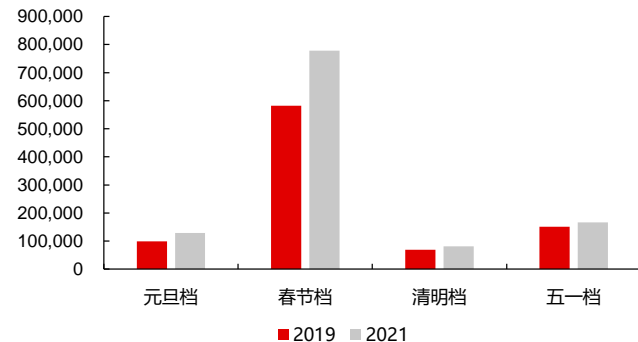
我们认为，伴随 5 月末好莱坞进口分账新片陆续引进，暑期档、国庆档、贺岁档等热门大档期的来临，电影市场后续表现值得期待，预计今年全年票房或有望达 600~650 亿元左右体量。

图 54：2019 年以来我国月度票房表现（亿元）



资料来源：艺恩数据，长江证券研究所

图 55：2021 年以来四个档期票房表现均优于 2019 年同期（万元）

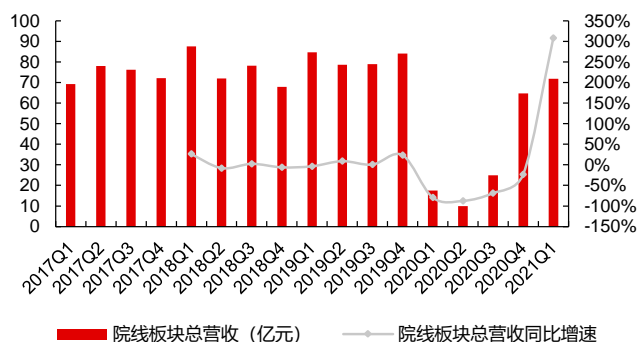


资料来源：Wind，长江证券研究所

院线经营修复良好，关注龙头业绩改善

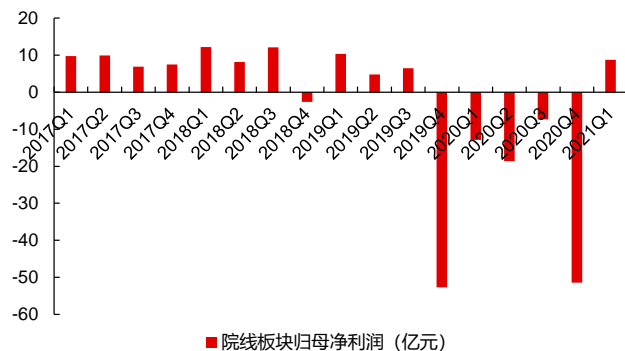
一季度院线公司经营修复良好，盈利能力显著改善。2021Q1 院线板块总营收合计 71.78 亿元，同比增长 308.54%，归母净利润合计 8.74 亿元，同比实现扭亏为盈。

图 56：院线板块单季度营业总收入及同比增长



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 57：院线板块单季度归母净利润及同比增长

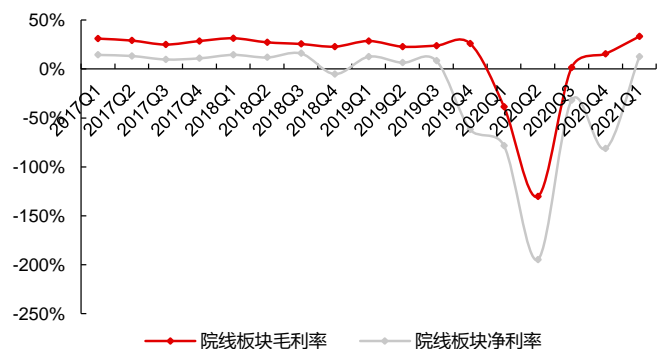


资料来源：Wind，长江证券研究所

2021Q1 院线板块盈利能力改善明显——毛利率 33.11%，净利率 12.61%，较 2019Q1 分别提升了 4.63pct、0.04pct。期间费用率亦环比显著回落，但较 2019 年同期仍有增加：销售费用率为 8.42%、管理费用率为 6.39%、财务费用率为 4.15%，较 2019Q1 分别增长了 2.87pct、1.07pct、3.43pct。一季度院线板块销售费用率较 2019 年同期增长主要是由于万达电影一季度影片广告宣发费用增加带来的销售费用增长所致；财务费用率增长主要系报告期内执行新租赁准则租赁利息费用增加所致。

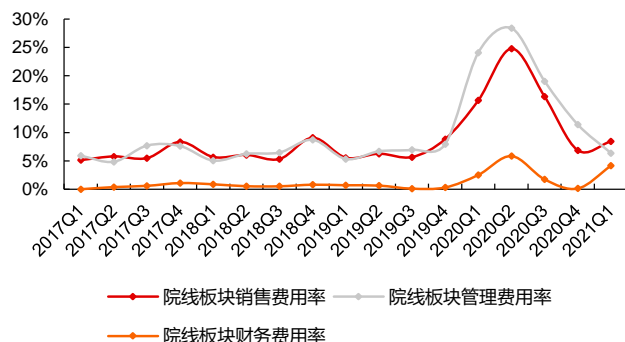
我们认为，二季度在清明档、五一档等带动下，院线公司经营或有望持续向好，龙头公司基于资金实力强大、经营管理效率高等优势下，经营表现迅速修复，中长期将持续受益于行业竞争格局的改善。

图 58：院线板块单季度毛利率及净利率



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 59：院线板块单季度期间费用率



资料来源：Wind，长江证券研究所

推荐标的：万达电影

国内院线方面，2021 年 1~4 月，公司旗下影院实现票房 25.9 亿元，观影人次 6481 万，已基本恢复至正常年份水平；今年 1~3 月，公司旗下影院（含特许经营加盟）市场占有率分别为 15.9%、13.4%和 17.8%，累计市场占有率为 14.5%，除春节档受益出效应影响较大之外，市场份额较往年同期有较高提升。在“重资产扩张+轻资产输入”的模式下，我们看好公司国内院线市场份额或有望进一步提升。伴随行业银幕增速逐步放缓，单银幕产出拐点或将来临，公司院线盈利能力或有望持续改善。

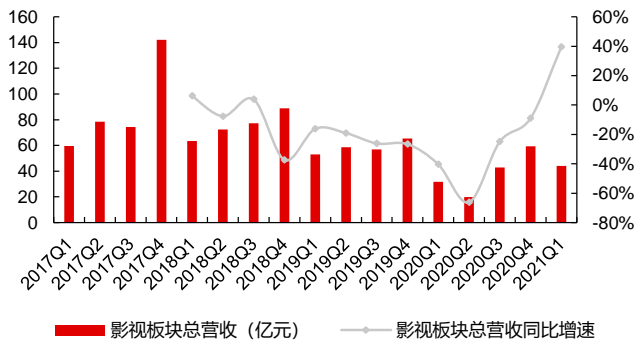
澳洲院线方面，随着疫情缓解，Hoyts 的经营业绩也开始稳步好转。4 月，澳洲 Hoyts 的票房份额已恢复至疫情前的 80%，市场份额从疫情前的 22%提升至超过 25%，人均卖品及点购率已恢复至疫情前，户外广告及大屏广告业务恢复超过疫情前水平，当月已实现盈利。随着全球新冠疫苗的研发和推广，以及《速度与激情 9》的全球上映，澳洲院线的经营及业绩或有望全面好转。

影视内容方面，春节档公司主投的《唐人街探案 3》表现优秀，暑期档将有《2 哥来了怎么办》、《新大头儿子和小头爸爸 4》、《罐头小人（暂定名）》等 3 部电影与观众见面。公司后续还将有《鬼吹灯之天星术》、青春爱情系列《想见你（电影版）》、热血主旋律系列《维和防暴队》等多部影片计划上映，内容板块或将大幅提升公司的收入及利润增长。

影视：龙头业绩改善显著，行业调整下或将持续受益

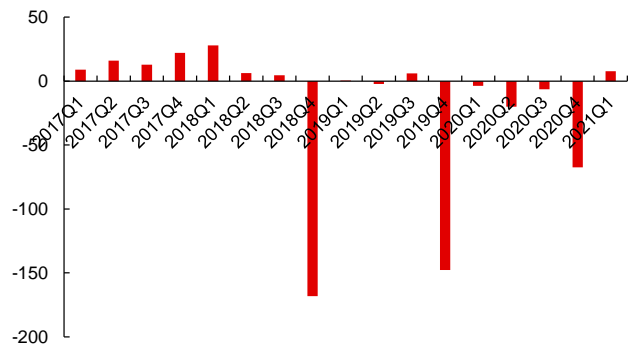
2021Q1，影视板块总营收达 44.14 亿元，同比增长 39.51%，实现归母净利润合计 7.66 亿元，较 2020 年同期成功大幅扭亏，较 2019 年一季度亦实现大幅增长，主要为影视龙头公司业绩改善所致。我们认为，伴随行业监管持续收紧、供给侧出清加速，优质内容龙头经营或有望迎来持续改善。

图 60：影视板块单季度营业总收入及同比增长



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 61：影视板块单季度归母净利润及同比增长



资料来源：Wind，长江证券研究所

出版：疫情后恢复显著，看好大众出版龙头

出版行业在疫情后恢复显著，目前大部分公司已经恢复至正常增速，大众图书出版行业保持稳定增长，看好具备内容和效率优势的大众图书出版龙头公司。

出版发行行业 2020Q1 受疫情影响较为严重，营业收入和归母净利润同比大幅下滑，从 Q2 开始单季度逐季恢复显著。

表 11：出版发行部分公司 2020 年以来同比增长率逐步改善（净利润指归母净利润，平均值指算术平均）

证券代码	证券简称	2020Q1		2020Q2		2020Q3		2020Q4		2021Q1	
		营业收入	净利润	营业收入	净利润	营业收入	净利润	营业收入	净利润	营业收入	净利润
000719.SZ	中原传媒	-13.53%	-4.93%	0.20%	17.10%	12.80%	3.25%	1.71%	15.85%	28.80%	12.70%
300654.SZ	世纪天鸿	-31.91%	-222.08%	-18.72%	-36.82%	1.07%	107.28%	-3.03%	-49.08%	58.34%	68.15%
300788.SZ	中信出版	-17.36%	-57.58%	-5.41%	6.00%	2.44%	75.11%	16.36%	33.69%	46.76%	161.52%
600229.SH	城市传媒	-11.02%	21.64%	-4.16%	-31.75%	-2.61%	-31.27%	-8.85%	-86.15%	9.72%	-20.71%
600373.SH	中文传媒	-12.30%	-28.08%	-20.93%	25.83%	-13.55%	7.58%	17.20%	19.44%	2.50%	4.78%
600551.SH	时代出版	-38.15%	-46.08%	24.08%	20.53%	11.52%	-18.18%	5.64%		53.03%	19.74%
600757.SH	长江传媒	-44.58%	-48.71%	18.45%	40.68%	-35.60%	27.16%	6.36%	5.15%	56.57%	112.96%
600880.SH	博瑞传播	-0.30%	-61.47%	4.37%	72.57%	7.49%	17.00%	77.36%	359.59%	38.65%	55.00%
601019.SH	山东出版	-11.94%	-36.41%	-6.75%	-42.39%	-6.78%	-11.17%	14.16%	45.08%	19.83%	21.24%
601098.SH	中南传媒	-16.54%	-32.26%	2.77%	17.45%	12.23%	49.63%	5.16%	19.32%	36.49%	30.06%
601801.SH	皖新传媒	-27.46%	-24.03%	-1.08%	69.79%	11.45%	10.70%	21.27%	10.90%	29.38%	20.95%
601811.SH	新华文轩	-12.93%	-27.85%	-2.17%	16.83%	8.61%	6.39%	8.81%	28.64%	31.25%	0.12%
601858.SH	中国科传	-33.10%	-258.58%	9.67%	21.51%	10.53%	33.85%	1.15%	-10.37%	51.87%	221.08%
601900.SH	南方传媒	-2.17%	-58.68%	-4.53%	-27.56%	6.97%	48.92%	17.10%	90.74%	18.46%	39.43%
601928.SH	凤凰传媒	-11.09%	-18.75%	-13.00%	1.44%	4.76%	-6.51%	4.87%	147.33%	27.48%	165.60%
601949.SH	中国出版	-20.34%	-174.37%	-10.37%	49.43%	-9.44%	34.81%	1.90%	2.78%	38.45%	173.10%
601999.SH	出版传媒	-22.86%	-186.80%	-20.60%	-32.68%	-9.77%	138.75%	21.79%	-28.84%	-5.66%	20.46%
603096.SH	新经典	-13.81%	4.81%	-2.46%	5.51%	-0.49%	-41.61%	-4.98%	17.37%	13.59%	-7.54%
603999.SH	读者传媒	9.05%	20.49%	74.65%	9.10%	18.72%	15.21%	-9.22%	22.14%	14.28%	24.73%
平均		-17.49%	-65.25%	1.26%	10.66%	1.60%	24.57%	10.25%	35.75%	29.99%	59.12%

资料来源：Wind，长江证券研究所（注：已去除部分业绩波动性较大的公司）

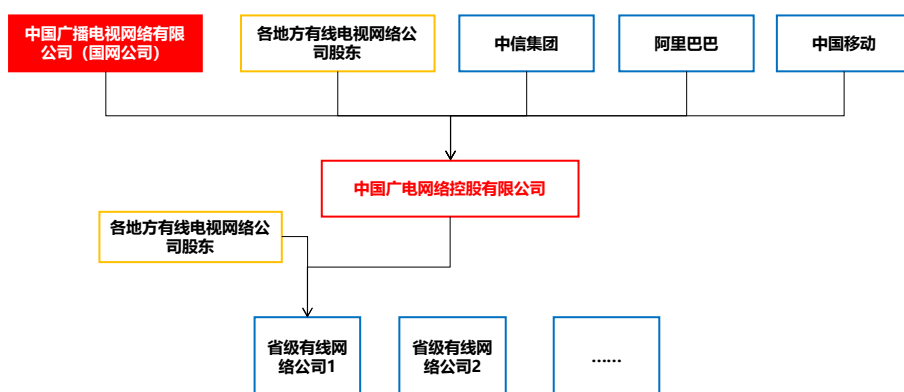
推荐标的：中信出版

- 1、内容打造优势强大，打造产业链闭环。具备全行业牌照优势，打造产业链闭环，出版效率远超行业平均，在内容优势上建立起强大护城河，持续策划精品内容取得领先优势。
- 2、巩固经管类优势板块，发力少儿和社科领域。中信出版以经管图书起家，多年来在行业该领域处于领先地位，具有强大的品牌影响力，在保持优势的同时，在少儿和社科领域形成新的增长点。
- 3、中信出版兼具国有出版公司和民营出版商的优势。公司兼具国有出版社的低成本、低税率优势，同时具备民营出版商的高效率、快速迭代、专注畅销内容的优势。

广电：全国一网整合推进，5G 带动新增量

多家广电系公司拟共同出资设立中国广电网络控股有限公司，有线电视“全国一网”整合加快推进。歌华有线控股股东北广传媒投资发展中心及间接控股股东歌华传媒集团于 2020 年 6 月 1 日与中国广电签署《出资意向协议》，北广传媒投资发展中心以其持有的公司 19.09% 股权出资共同发起组建中国广电网络股份有限公司。若本次出资实施完成，公司控股股东将由北广传媒投资发展中心变更为中国广电网络股份有限公司，公司实际控制人将由北京广播电视台变更为国务院。我们认为，歌华有线股权变动事项标志着有线电视网络全国一网整合正式开启，整合有望加速推进。

图 62：全国有线电视网络整合方案猜想



资料来源：ICTC2018，长江证券研究所

中国广电和中国移动开启 5G 共建共享，有线电视企业未来有望拓展 5G 业务新增量。从 2016-2020 年，广电系先后获得 700M 运营频段、固网牌照、5G 牌照。2019 年 6 月，中国广电获得 5G 牌照，2020 年 5 月，中国移动宣布与中国广电已于近期签署 5G 共建共享合作框架协议，将开展 5G 共建共享以及内容和平台合作，共同打造“网络+内容”生态。

表 12：广电系重要改革事项汇总

时间	改革事项	详情
2016 年 2 月	广电获得 700M 频段	2016 年 2 月，广电总局明确将 700M 频段划给中国广播电视网络有限公司，同时成立“中广移动”负责 700M 频段运营。
2016 年 5 月	广电获得基础电信业务牌照	全面推广三网融合工作，进一步扩大电信、广电业务双向进入的深度和广度，促进市场竞争，依中国广播电视网络有限公司申请，工业和信息化部履行法定程序，于 2016 年 5 月 5 日向中国广播电视网络有限公司颁发了《基础电信业务经营许可证》
2018 年 11 月	广电申请 5G 牌照	在贵阳举行的“智慧广电”大会上，工信部同意广电网参与 5G 建设，广电正在申请 5G 牌照
2019 年 2 月	超高清视频产业发展行动计划	《行动计划》提出坚持“4K 先行、兼顾 8K”的总体技术路线，实现我国超高清视频产业快速、健康、有序发展。
2019 年 6 月	广电获得 5G 牌照	工信部正式颁发了 5G 商用牌照，中国移动、中国电信、中国联通、中国广电获得 5G 牌照。
2020 年 5 月	中国移动和中国广电共建共享 5G 网络	中国移动宣布与中国广电已于近期签署 5G 共建共享合作框架协议，将开展 5G 共建共享以及内容和平台合作，共同打造“网络+内容”生态。
2020 年 5 月	广电公司拟共同出资设立中国广电网络股份有限公司	多家广电系公司拟以现金出资参与发起组建中国广电网络股份有限公司（暂定名）
2020 年 11 月	关于加快推进广播电视媒体深度融合发展的意见	支持广电机构控股或参股互联网企业、科技企业，支持符合条件的广电企业混改。

资料来源：公司公告，中国新闻网，长江证券研究所

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于市场

中 性： 相对表现与市场持平

看 淡： 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对大盘涨幅大于 10%

增 持： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对大盘涨幅小于-5%

无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明： 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；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址：

上海

Add /浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层
P.C / (200122)

武汉

Add /武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼
P.C / (430015)

北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层
P.C / (100032)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

重要声明：

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告仅限中国大陆地区发行，仅供长江证券股份有限公司（以下简称：本公司）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

