

阳光总在风雨后，高景气核心标的布局正当时

——2021 年传媒中期策略报告

推荐 (维持)

2021 年 6 月 14 日

重点公司

重点公司	21E	22E	评级
芒果超媒	1.33	1.75	买入
吉比特	19.32	22.20	审慎增持
三七互娱	1.37	1.66	审慎增持
分众传媒	0.42	0.50	审慎增持
光线传媒	0.37	0.43	审慎增持
万达电影	0.71	0.92	审慎增持

相关报告

分析师:

李阳

liyanyjs@xyzq.com.cn

S0190518080004

刘跃

liuyue@xyzq.com.cn

S0190517090001

投资要点

- **长视频：**长视频的整体用户时长的下滑趋势减弱，用户基本盘开始逐渐稳固，关注用户 APRU 提升后视频平台的盈利改善。截止 2020 年 12 月长视频在国内移动互联网各细分赛道的时长占比为 6.8%，下滑趋势明显减弱。同时爱奇艺和腾讯视频相继提高会员价，预计未来长视频用户 APRU 将有显著提升，在品牌广告回暖以及单剧集成本整体可控的情况下，长视频平台的盈利有望改善。**推荐芒果超媒**，芒果超媒依托内容成本优势和品牌粘性突围，我们预计芒果超媒的综艺优势稳固，电视剧生态有望持续超预期，芒果平台具有高成长性。同时芒果基于品牌粘性优势，继续拓展小芒电商、剧本杀密室等变现方式，商业变现潜力巨大。
- **短视频：**内容视频化时代下，短视频加速商业变现。2020 年 12 月短视频在国内移动互联网各细分赛道的时长占比提升至 21.1%，仅次于即时通讯的 23.5%。随着抖音、快手持续向三四线城市下沉以及微信视频号号的扩张，短视频赛道将拥有移动互联网最大的流量，商业变现潜力巨大。
- **游戏：**产品周期开启，估值有望持续修复。游戏工委数据显示，2020 年中国游戏市场规模为 2786.9 亿元，同比增长 20.7%，2021Q1 为 770.35 亿元，同比增长 5.32%，增长主要受移动游戏拉动，其中 2020 年中国移动游戏市场规模为 2096.76 亿元，同比增长 32.61%，2021Q1 为 588.3 亿元，同比增长 6.2%。在去年高基数下目前行业景气度低，部分龙头公司估值处于历史低位，是可以重点把握的价值成长股。**建议短中期关注业绩确定性较强的吉比特**，下半年建议关注重磅游戏陆续上线的完美世界，以及业绩进入回收期的三七互娱。
- **广告：**后疫情时代广告市场持续回暖，在流量成本持续攀升的背景下，品牌广告预算逐渐增加，作为品牌广告投放主阵地的梯媒正处于高景气。根据 2020 年 CTR 数据，广告市场刊例花费同比下降 11.6%，但楼宇 LCD 和楼宇海报的刊例花费逆势增长 23.8%和 28.9%。**推荐分众传媒**，分众传媒作为梯媒赛道的领跑者，近年来持续调整广告主结构向消费类客户转移，享受梯媒赛道高景气和国潮崛起的双重红利。公司自身也借此机遇扩屏提价，未来业绩高增长。
- **电影：**疫情加速供需改善的进程，龙头院线市占率提升；观影需求复苏显著，国产电影票房受益。根据灯塔数据，截止 2021 年 5 月底全国银幕数 7.1 万块，相较去年末减少约 1500 块，银幕数出现了首次下降，而龙头院线的市占率明显提升。从观影需求来看，2021 年春节档和五一档票房相较 2019 年分别增长了 33%和 4%，观影需求复苏显著。由于进口片供给仍短缺，2021 年 1-5 月票房 255 亿元，相较 2019 年同期下滑 6%。但国产片票房 204 亿元，同比增长 47%。中长期来看随着海外注射疫苗的比例持续提升，高质量进口片的供给有望逐渐恢复，短期来看，国产片票房受益于观影需求的复苏。**推荐国产电影龙头光线传媒**，下半年建议关注有望受益于进口片回暖的万达电影。

风险提示：政策监管风险；宏观经济风险；产品表现不及预期风险；疫情反复风险。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

目 录

1、长视频：时长占比下滑趋势减弱，芒果 TV 仍在乘风破浪	5 -
1.1、长视频使用时长下滑趋势减弱	5 -
1.2、行业步入提价阶段，内容成本可控，长视频平台盈利有望改善	6 -
1.3、芒果超媒凭借独特内容生态和多元变现仍旧乘风破浪	8 -
2、短视频：国内用户增长放缓，商业化进程加快	13 -
2.1、国内短视频市场进入成熟期，用户增长放缓，海外市场潜力巨大	13 -
2.2、抖快微三足鼎立，不同社区属性筑起双强各自护城河	16 -
2.3、短视频已经进入变现期，商业价值巨大	19 -
3、游戏：估值具有吸引力，优选行业龙头	22 -
3.1、高基数下增速放缓，产品周期影响业绩增速	22 -
3.2、游戏出海持续深入，海外市场有望再造辉煌	26 -
4、后疫情时代广告持续回暖，国潮品牌崛起带动梯媒高景气	28 -
4.1、后疫情时代广告持续回暖	28 -
4.2、俘获消费者心智，分众传媒价值凸显	30 -
5、电影：龙头院线市占率提升，观影需求持续复苏	33 -
5.1、疫情加速供需改善的进程，龙头院线市占率提升	33 -
5.2、观影需求复苏显著，国产电影票房受益	34 -
6、投资策略：优选优质赛道龙头公司	35 -
6.1、板块行情回顾	35 -
6.2、投资观点：优选景气度高、具有估值优势的子行业龙头	38 -
7、风险提示：	40 -
图 1、中国移动互联网月活跃用户规模趋势 (亿)	5 -
图 2、中国移动互联网各细分赛道时长占比	5 -
图 3、视频网站月活变化情况 (万)	6 -
图 4、爱腾芒 2021 年 1-4 月月活同比增速	6 -
图 5、2020 年视频网站付费会员的 ARPU 值仅高于音乐，在移动互联网各付费赛道中处于低水平 (元)	7 -
图 6、爱奇艺提价后，2021Q1 的会员收入 ARPU 明显提升 (元)	7 -
图 7、爱奇艺内容成本变化趋势	7 -
图 8、芒果 TV 剧集播放量进入全网 Top50 数量	8 -
图 9、芒果 TV 综艺播放量进入全网 Top50 数量	8 -
图 10、芒果 TV20-21 年 4 月 MAU 与影视综艺播放情况	10 -
图 11、2018-2021 年 4 月芒果 TV 月活与芒果超媒月收盘价 (前复权股价)	10 -
图 12、芒果、爱奇艺、腾讯视频各时段播出综艺部数 (部)	11 -
图 13、芒果、爱奇艺、腾讯视频各时段播出综艺期数 (期)	11 -
图 14、芒果、爱奇艺、腾讯视频各时段广告商主次数加总 (次)	12 -
图 15、芒果、爱奇艺、腾讯视频单期综艺平均招商主数量 (个)	12 -
图 16、芒果、爱奇艺、腾讯视频各时段广告商主数量 (个)	12 -
图 17、芒果、爱奇艺、腾讯视频每部综艺平均招商 (个)	12 -
图 18、2018-2022 年剧本杀行业规模及预测	13 -
图 19、2021H1 中国消费者线下潮流娱乐方式的偏好	13 -
图 20、快手、抖音新安装用户卸载转化率	14 -
图 21、短视频用户规模 (亿人)	14 -
图 22、快手和抖音 APP 的用户重合率持续上升	14 -

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 2 -

图 23、短视频出海情况	15
图 24、快手巴西版 Kwai 界面示意图	15
图 25、快手短视频出海规模及巴西市场 DAU（万人）和渗透率（%）	16
图 26、短视频行业用户公式和抖音、快手、微信核心战略示意	17
图 27、微信视频号进入前，国内短视频行业参与者两大属性示意图	17
图 28、短视频 CR5 总计 MAU 和其他短视频 APP 总计 MAU（亿人）	18
图 29、短视频行业 CR5MAU 对比（亿人）	18
图 30、微信进入后短视频两大社区属性示意图	19
图 31、2018-2020 直播电商主要参与者直播带货 GMV（亿元）	19
图 32、2018-2020 直播电商主要参与者 DAU（万人）	20
图 33、直播电商主要平台月日均使用时长（万分钟）	20
图 34、2018-2022E 中国互联网媒介广告市场份额分布	20
图 35、2020 年 12 月典型广告平台广告主数量	21
图 36、快手广告业务营业收入（百万元）及增速（%）	21
图 37、快手粉条和磁力聚星业务	22
图 38、2018-2021 年 5 月 22 日游戏版号数量发放情况（个）	23
图 39、2021.1.1-2021.5.22 部分公司游戏版号获得情况（个）	23
图 40、中国游戏市场整体规模及增速	24
图 41、中国移动游戏市场整体规模及增速	24
图 42、中国游戏用户整体规模及增速	24
图 43、中国移动游戏用户整体规模及增速	24
图 44、中国自主研发网络游戏海外市场实际销售收入（亿美元）	27
图 45、中国移动游戏出海市场规模（亿美元）	27
图 46、2016A-2020Q4 上市互联网媒体广告收入总和及增速（百万元）	28
图 47、2021Q1 部分互联网公司广告相关收入增速	30
图 48、三七互娱的销售费用率持续上升	30
图 49、分众传媒各季度营收	31
图 50、分众传媒各季度广告相对份额占比	31
图 51、2021 年 3 月电梯 LCD 广告月度花费 TOP20 品牌排名	31
图 52、2021 年 3 月电梯海报广告月度花费 TOP20 品牌排名	31
图 53、分众传媒楼宇媒体的点位数及单点收入的变化趋势	32
图 54、灯塔数据银幕数及同比增速	33
图 55、万达电影 2016-2021Q1 电影票房市占率变动	33
图 56、2019 和 2021 年 1-5 月进口片及国产片票房情况	34
图 57、2019 和 2021 年进口片票房占比情况	34
图 58、全球新冠疫苗接种剂次与新增确诊人数	34
图 59、截止 2021 年 5 月，全球主要国家每百人新冠疫苗接种量（剂次）	34
图 60、SW 传媒 21 年 1-5 月涨幅排位第 23（截止 2021.5.31）	35
表 1、视频网站会员价格体系	6
表 2、2021 年春季新芒品鉴会片单-综艺部分	8
表 3、2021 年春季新芒品鉴会片单-剧集部分	9
表 4、20Q1-21Q1 芒果 TV 综艺和招商指标变化、统计标准	11
表 5、游戏板块部分公司 2020 年以及 1Q21 业绩情况（亿元）	26
表 6、2020.01-2020.03 和 2021.01-2021.03 中国手游出海收入 Top10	26
表 7、重点布局海外的游戏公司海外收入占比	27
表 8、截至 2020Q4 互联网媒体广告市场份额及变化	29
表 9、公司自营媒体资源数量（万）	32

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 3 -

表 10、2021 年即将上映片单出品公司及代表作.....	35 -
表 11、传媒主要公司按子行业分类后涨跌幅概览—游戏板块.....	36 -
表 12、传媒主要公司按子行业分类后涨跌幅概览—电商&品牌服务产业链....	37 -
表 13、传媒主要公司按子行业分类后涨跌幅概览—线下媒体板块.....	37 -
表 14、传媒主要公司按子行业分类后涨跌幅概览—视频板块.....	38 -
表 15、重点公司盈利预测与估值表（根据 6 月 14 日行情）.....	40 -

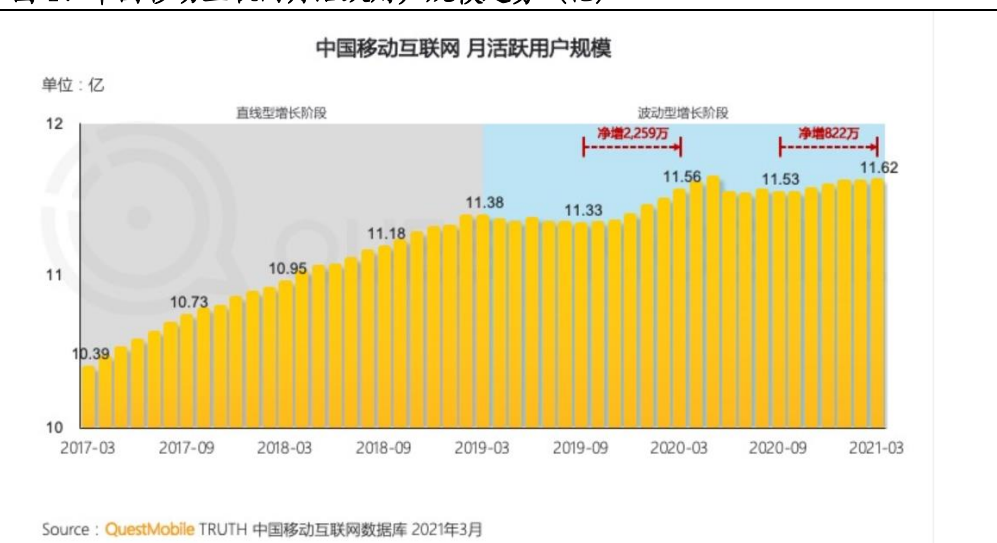
报告正文

1、长视频：时长占比下滑趋势减弱，芒果TV仍在乘风破浪

1.1、长视频使用时长下滑趋势减弱

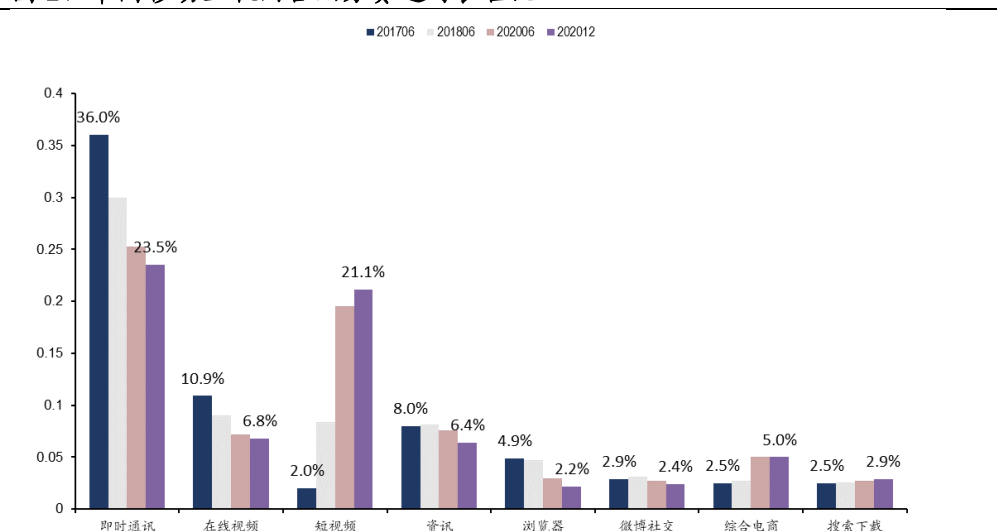
从用户层面来说，移动互联网用户整体增长基本停滞。但随着短视频用户的增速减缓，长视频的整体用户时长的下滑趋势减弱，用户基本盘开始逐渐稳固。截止2020年12月长视频在移动互联网各细分赛道的时长占比为6.8%，长视频整体时长占比的下滑趋势明显减弱。

图1、中国移动互联网月活跃用户规模趋势（亿）



资料来源：Questmobile，兴业证券经济与金融研究院整理

图2、中国移动互联网各细分赛道时长占比



资料来源：Questmobile，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

受去年疫情高基数影响，爱腾月活同比下降，芒果仍保持增长。从 2021 年 1-4 月的表现来看，由于 20Q1 疫情高基数的影响，爱奇艺和腾讯视频的月活用户数普遍同比下滑。但芒果 TV 仍保持着同比增长。虽然由于《姐姐 2》的播出效果低于市场预期，导致其今年 2 月和 3 月的用户数据增长放缓。但 4 月份后，随着《陪你一起长大》《妻子的浪漫旅行第五季》等节目的播出，平台用户数据开始明显增长。

图 3、视频网站月活变化情况（万）

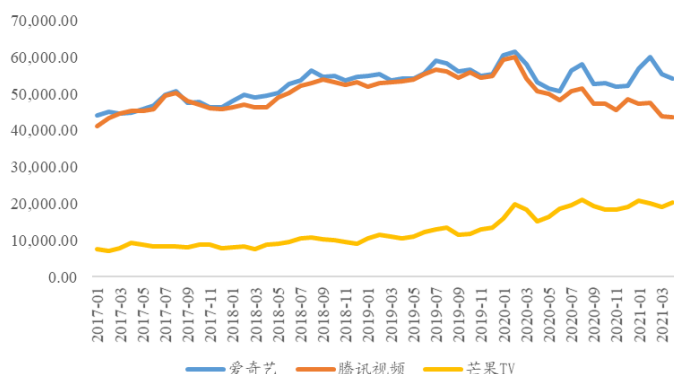
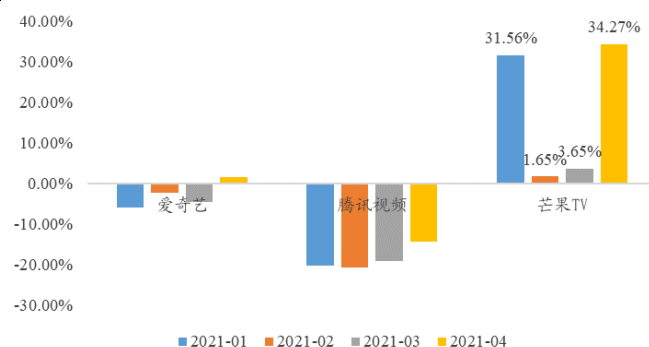


图 4、爱腾芒 2021 年 1-4 月月活同比增速



资料来源：Questmobile，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：Questmobile，兴业证券经济与金融研究院整理

1.2、行业步入提价阶段，内容成本可控，长视频平台盈利有望改善

爱奇艺和腾讯视频相继提高了会员价格，行业正式步入提价周期，预计 ARPPU 值将持续提升。爱奇艺 2020 年 11 月、腾讯视频 2021 年 4 月相继提升了会员价格，如下表所示，爱腾除了会员价格提升外，也缩小了会员的折扣力度。参考其他娱乐类用户付费情况，长视频会员的价格明显偏低，其 ARPU 值仅高于音乐付费订阅。爱腾的提价使长视频行业正式步入了提价周期，预计长视频 ARPU 值将持续提升。

表 1、视频网站会员价格体系

视频平台			连续包月 (元/月)	月卡 (元/月)	连续包季 (元/季)	季卡 (元/季)		连续包年 (元/年)	年卡 (元/年)	
						优惠价	原价		优惠价	原价
爱奇艺	提价前	ios 端	19	25	58	40	68	218	118	248
		安卓端	15	19.8	45	40	58	178	118	198
		PC 端	15	20	55	27	55	198	118	198
	提价后		19	25	58	68	68	218	248	248
腾讯视频	提价前	ios 端	19	25	53	45	68	208	168	233
		安卓端	15	20	45	45	58	178	168	198
		PC 端	15	20	45	-	45	178	-	198
	提价后		20	30	58	50	68	218	188	253
芒果 TV	提价前	ios 端	18	25	53	-	68	208	-	228
		安卓端	15	20	55	-	55	178	-	198
		PC 端	15	20	45	-	55	178	-	198
优酷视	提价前	ios 端	19	-	-	-	-	228	228	228

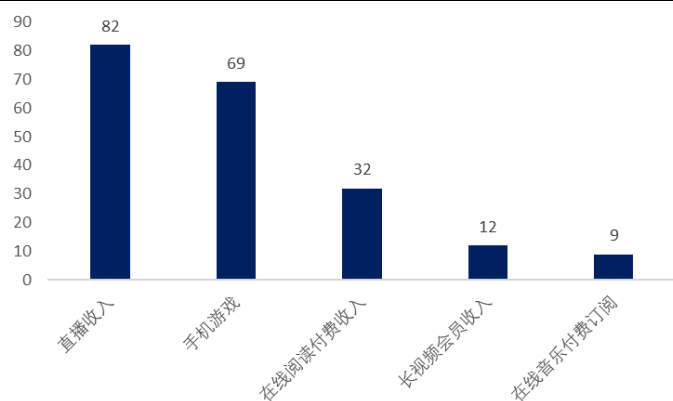
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 6 -

频	安卓端	15	-	-	-	-	198	198	198
	PC 端	15	-	-	-	-	198	198	198

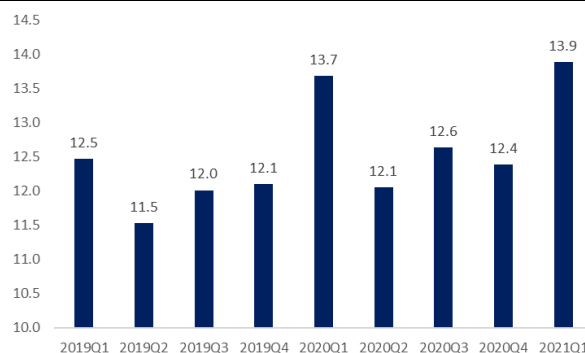
资料来源：视频平台，兴业证券经济与金融研究院整理

图 5、2020 年视频网站付费会员的 ARPU 值仅高于音乐，在移动互联网各付费赛道中处于低水平（元）



资料来源：兴业证券经济与金融研究院模型测算

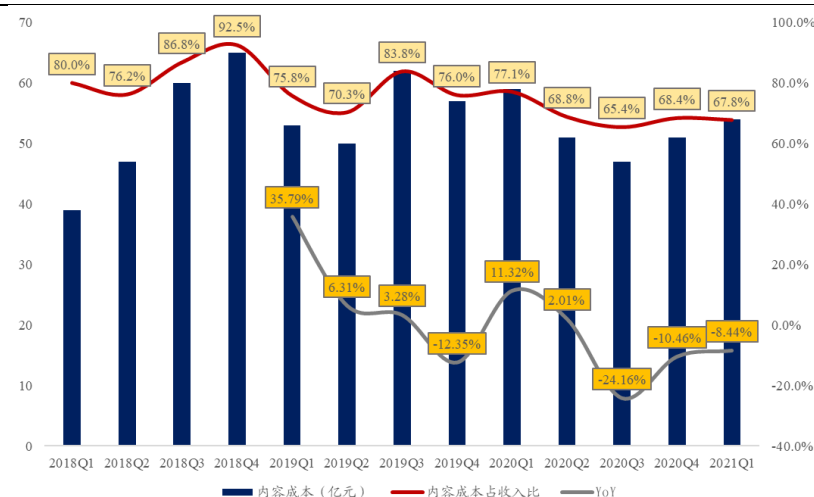
图 6、爱奇艺提价后，2021Q1 的会员收入 ARPU 明显提升（元）



资料来源：兴业证券经济与金融研究院模型测算

内容成本下降，长视频平台盈利有望改善。随着“限薪令”的落实以及视频网站自制比例的提高，长视频内容成本得到有效的控制。从爱奇艺来看，爱奇艺的内容成本自 2020 年下半年以来出现下滑趋势，其内容成本/总营收比例也持续收窄。而收入端的会员收入享受提价红利，广告端也受益经济复苏而逐渐回暖，长视频平台的盈利情况有望改善。

图 7、爱奇艺内容成本变化趋势



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

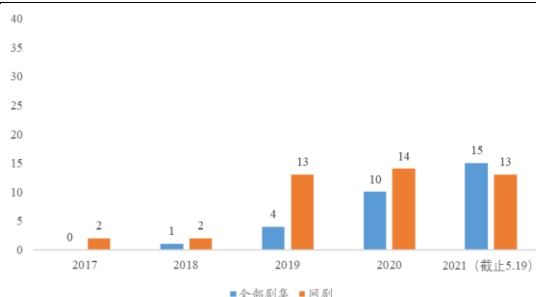
1.3、芒果超媒凭借独特内容生态和多元变现仍旧乘风破浪

● 芒果超媒内容储备丰富，爆款上线拉动月活提升

芒果综艺龙头地位稳固，独播剧集仍有上升空间。自 2018 年开始，芒果入围全平台播放量 Top50 的综艺和剧集数量呈现连续上升趋势。

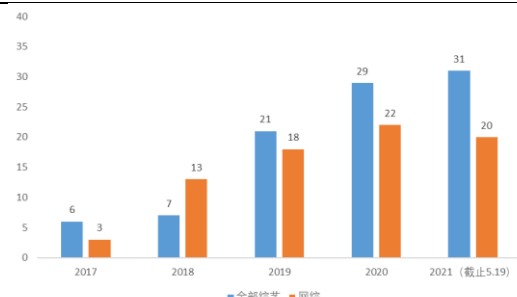
- **综艺方面**，台综《快乐大本营》连续 4 年处于 Top10，2021 年（截止 5.19）芒果 TV 网综和台综包揽全网播放量榜单前 9 名。剔除台综后，《乘风破浪的姐姐》和《乘风破浪的姐姐 第二季》分别排全平台 2020 和 2021 年网综的第一名，《爸爸去哪儿》、《明星大侦探》、《妻子的浪漫旅行》、《密室大逃脱》、《女儿们的恋爱》等综 N 代节目保持年榜 Top10 左右。
- **剧集方面**，芒果独播剧集入榜数量在近 3 年上升到较高水平，代表剧集有 2019 年《海棠经雨胭脂透》、《陪你到世界之巅》、2020 年《亲爱的自己》、《以家人之名》、《下一站是幸福》、2021 年《理智派生活》、《八零九零》等，榜单内剧集排位有所提升，入榜数量仍有提升空间。

图 8、芒果 TV 剧集播放量进入全网 Top50 数量



资料来源：骨朵传媒，兴业证券经济与金融研究院整理

图 9、芒果 TV 综艺播放量进入全网 Top50 数量



资料来源：骨朵传媒，兴业证券经济与金融研究院整理

重磅+创新内容储备丰富，下半年表现值得期待。2021 年 4 月 17 日，芒果 TV 举办 2021 春季新芒品鉴会，现场发布《妻子的选择》《沉睡花园》《落花时节又逢君》《婆婆的镯子》等剧集片单，以及《哥哥的滚烫人生》《正经歌手》《中国制作人》等新综艺和《婆婆和妈妈 3》《女儿们的恋爱 4》《朋友请听好 2》等重磅综 N 代片单。多部自制综艺将在 Q2、Q3 季度上线，剧集储备丰富，阵容强大。

表 2、2021 年春季新芒品鉴会片单-综艺部分

分类	综艺名称	类型	工作室	预计上线时间	拟邀嘉宾
新综艺	哥哥的滚烫人生	混龄男团音乐竞演真人秀	吴梦知团队	2021Q3	32 名男性艺人
	正经歌手	音乐喜剧	洪啸工作室	2021Q3	龚俊、德云社成员等
	中国制作人	电影制作	梁书源工作室	2021Q3	舒淇、王中磊、肖战等
	再见爱人	婚姻纪实旅行真人秀	刘乐团队	2021Q3	4 对明星恋人
	热血少年行	沉浸式军事生存	梁书源工作室	2021	12 位热血少年
	闪耀的侦探家族	明星角色扮演实景推理真人秀	盒子工作室	2021	6 位“侦探”
	拳拳相对	明星拳击竞技	-	2021	邹市明等

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

综 N 代	婆婆和妈妈 3	家庭代际和谐促进真人秀	单丹霞工作室	已上线在播	-
	妻子的浪漫旅行 5	夫妻情感治愈节目	李甜团队	已上线在播	-
	女儿们的恋爱 4	代际情感观察真人秀	晏吉团队	2021Q4	4 对明星母女
	乘风破浪的姐姐 3	混龄女团音乐竞演真人秀	吴梦知团队	2021-2022	-
	朋友请听好 2	声音互动陪伴真人秀	果果团队	2021Q3	何炅、谢娜、易烊千玺
	明星大侦探 7	明星推理真人秀	盒子工作室	2021Q4	-
	密室大逃脱 3	实景解密体验秀	盒子工作室	2021Q2	邓伦、杨幂、黄明昊等
	说唱听我的 2	说唱音乐竞演	严典雅工作室	2021Q2	Amber、李斯丹妮、梁龙等

资料来源：2021 年春季新芒果品鉴会，兴业证券经济与金融研究院整理

表 3、2021 年春季新芒果品鉴会片单-剧集部分

类型	片名	主演	导演	出品公司
芒果季风	猎狼者	秦昊、尹昉	曹盾、高翔	芒果 TV
	我在他乡挺好的	周雨彤、任素汐	李漠	湖南卫视、芒果超媒等
	婆婆的镯子	蓝盈莹、牛骏峰	李昂	芒果 TV、湖南卫视等
	沉睡花园	龚俊、乔欣	臧溪川	华策影视、芒果 TV
都市情感	妻子的选择	-	-	唐人影视
	理智派生活	秦岚、王鹤棣	徐辅军	芒果 TV
	芥子时光	郝富中、边程	徐驰、朱羿坤	芒果 TV
	好女好男	殷桃、孙艺洲	梦继	芒果 TV
	夜色暗涌时	张予曦、刘学义	戴小哲	快乐阳光
	我和我们在一起	孙怡、张彬彬	崔亮	华策影视、芒果 TV
	八零九零	白敬亭、吴倩、倪大红	徐纪周	华策影视等
	对你的爱很美	张嘉译、沙溢	韩晓军	厦门雷海观浪影视传媒、贰零壹陆影视传媒等
	都是好时光	-	-	华策影视
	我亲爱的小洁癖	沈月、刘以豪	蔡聪	芒果 TV
悬疑推理	暗格里的秘密	陈哲远、吴梦洁	张笑安	芒果 TV
	逆光者	彭冠英、张雨剑	余庆	芒果 TV、美百馥影业
	双面神探	林雨申、刘怡潼	王涛涛	芒果 TV
古装年代	法医秦明之无声的证词	张雨剑、周雨彤	彭柯	佳桐互娱、金盾影视
	梦醒长安	成毅、张予曦	刘国楠、赵立军	欢瑞世纪、悦视传媒等
	尚食	许凯、吴谨言	王威、白云默	欢娱影视、芒果 TV
	凭栏一片风云起	-	-	-
	屠户家的小娘子	张含韵、佟梦实	-	飞宝影视
	亲爱的天狐大人	王佑硕、吕小雨	刘国辉	芒果 TV、丝芭影视
	朝歌少年行	-	-	-
	落花时节又逢君	周也、侯明昊	-	和风清穆
	看见缘分的少女	戚砚笛、敖瑞鹏	沈金飞	芒果 TV
	百灵潭	郭俊辰、康宁、魏天浩	黄纯	芒果 TV
	狐狸在手	卢佳	-	芒果 TV
	两不疑	宋妍霏、张昊唯	何振华	华策影业
	夜燕白	茅子俊、张耀	施磊	芒果 TV
	理想照耀中国	明星团体	傅东育等	湖南卫视
	百炼成钢	明星团体	毛卫宁	湖南广播影视集团

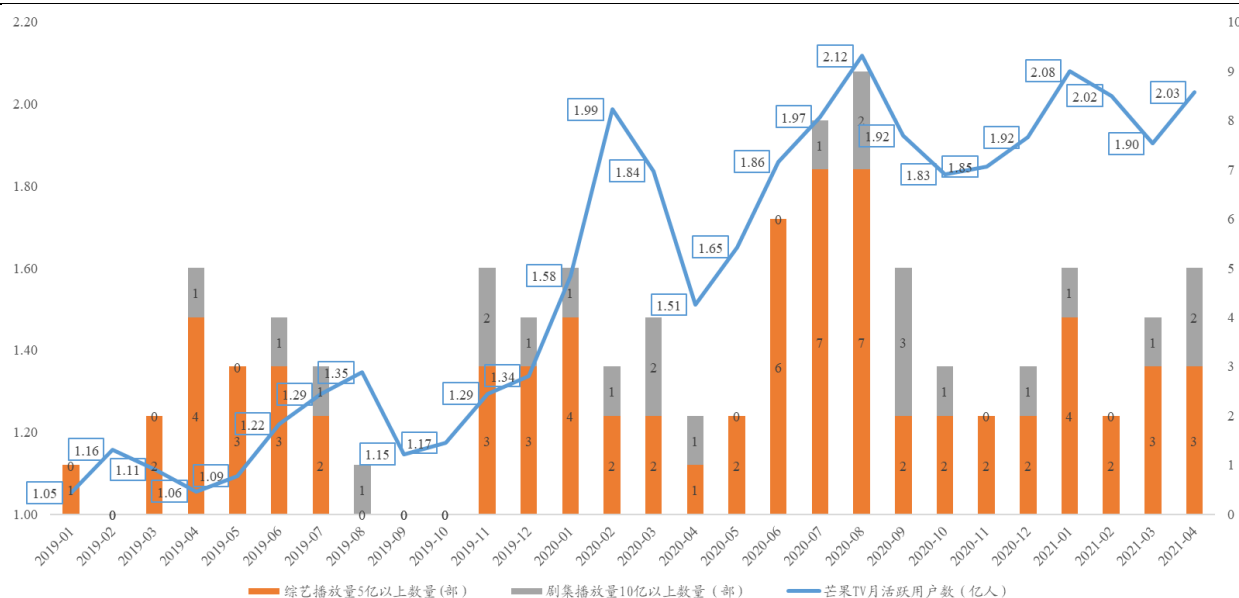
资料来源：2021 年春季新芒果品鉴会，兴业证券经济与金融研究院整理

爆款剧综拉动月活提升，股价表现同步向好。我们统计了 2019 年初至 2021 年 4 月底，芒果 TV 优质内容（月播放量在 5 亿以上的综艺和剧集），可以明显发现其与芒果 TV 月活数据的正相关性。同时芒果 TV 的月活与芒果超媒股价走势表现也具有较高重合度。根据招商会片单来看，在今年 5-8 月，随着优质储备内容

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

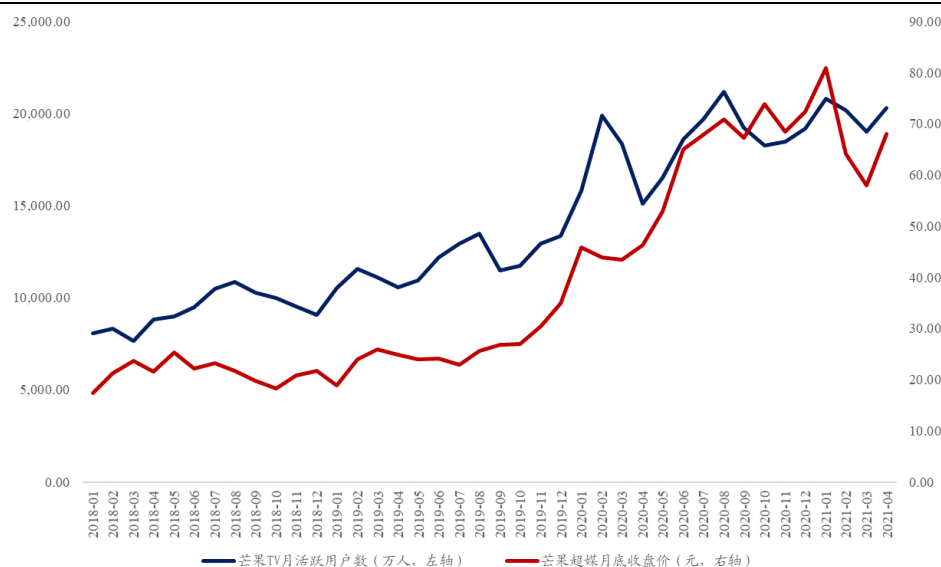
逐步播出，芒果 TV 进入了优质内容产品释放周期，公司月活数据和股价有望向好。

图 10、芒果 TV20-21 年 4 月 MAU 与影视综艺播放情况



资料来源：芒果 TV、骨朵传媒，兴业证券经济与金融研究院整理

图 11、2018-2021 年 4 月芒果 TV 月活与芒果超媒月收盘价（前复权股价）



资料来源：芒果 TV、Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

● 芒果综艺招商优势巨大，体量拉开竞争差距

广告是优质综艺内容变现的重要渠道。从招商情况来看，芒果 TV 仍保持领先地位。2021 年一季度芒果 TV 自制综艺播出数量有所减少，但招商达到了较高水平。

《明星大侦探第六季》、《乘风破浪的姐姐第二季》及其衍生综艺《姐姐的上班路》单期广告主在 15 个左右。爱奇艺在第一季度推出《青春有你第三季》及其衍

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

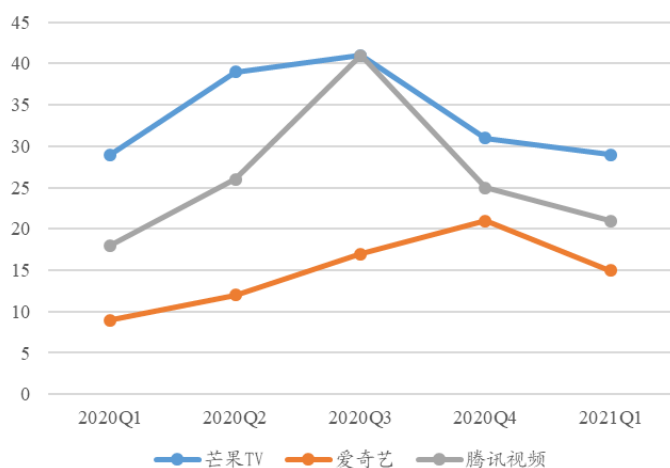
生综艺《青春有个局》，以及王牌综艺《奇葩说第七季》，单期广告主在 7 个左右。腾讯视频《创造营 2021》占骨朵传媒 3 月综艺榜第一名，平均单期播放量在 4 亿左右，单期广告主在 8 个左右，《吐槽大会第五季》单期招商在 7 个左右。

表 4、20Q1-21Q1 芒果 TV 综艺和招商指标变化、统计标准

序号	指标	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2020 全年	统计标准
1	播出综艺数量 (个)	29	39	41	31	29	88	参考艺恩排名，扣除时间段内未更新和在平台播出的非自制综艺
2	播出综艺总期数 (个)	201	333	359	234	212	1076	期数加总，包括播放量较高的衍生综艺以及加更版、先导片等
3	广告商主次数加总 (个)	634	1432	1311	652	1308	3811	不去重，时间内所有综艺每期广告主数量加总
4	单期综艺平均招商主数量 (个)	3.15	4.30	3.65	2.79	6.17	3.54	=广告商主数量不去重/播出综艺总期数
5	广告商主数量 (个)	117	188	165	93	138	359	不去重，每个综艺选取一期统计
6	每部综艺平均招商主数量 (个)	4.03	4.82	4.02	3.00	4.76	4.08	=广告商主数量/播出综艺数量

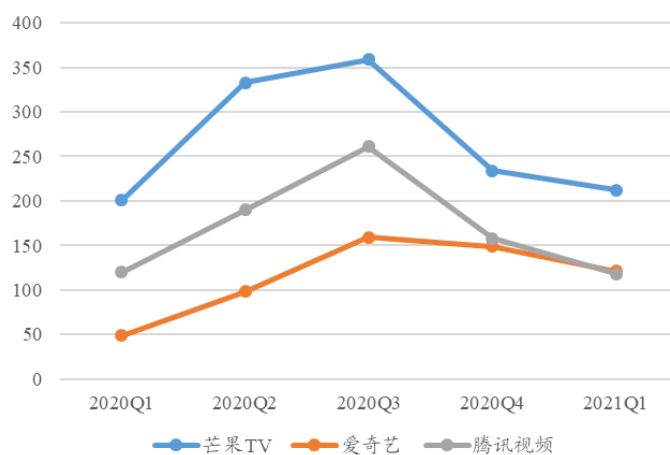
资料来源：艺恩视频智库，芒果 TV，兴业证券经济与金融研究院整理

图 12、芒果、爱奇艺、腾讯视频各时段播出综艺部数 (部)



资料来源：芒果 TV、腾讯视频、爱奇艺，兴业证券经济与金融研究院整理

图 13、芒果、爱奇艺、腾讯视频各时段播出综艺期数 (期)



资料来源：芒果 TV、腾讯视频、爱奇艺，兴业证券经济与金融研究院整理

图 14、芒果、爱奇艺、腾讯视频各时段广告商主次数加总（次）

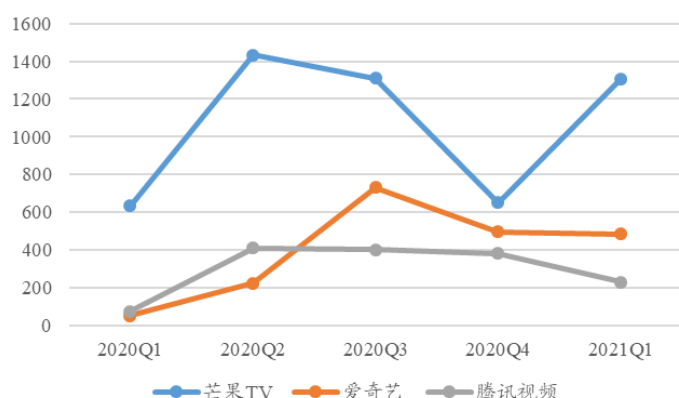
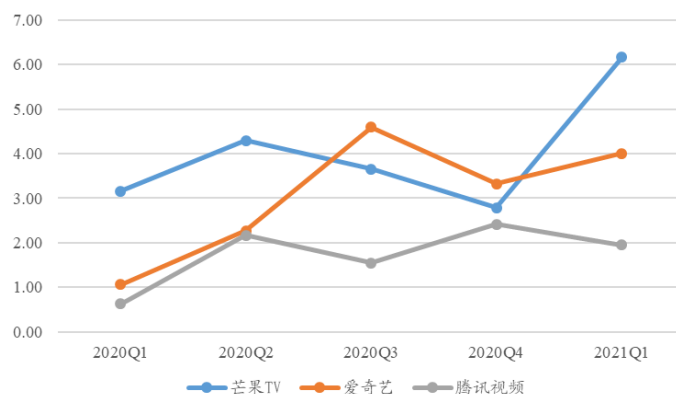


图 15、芒果、爱奇艺、腾讯视频单期综艺平均招商主数量（个）



资料来源：芒果 TV、腾讯视频、爱奇艺，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：芒果 TV、腾讯视频、爱奇艺，兴业证券经济与金融研究院整理

图 16、芒果、爱奇艺、腾讯视频各时段广告商主数量（个）

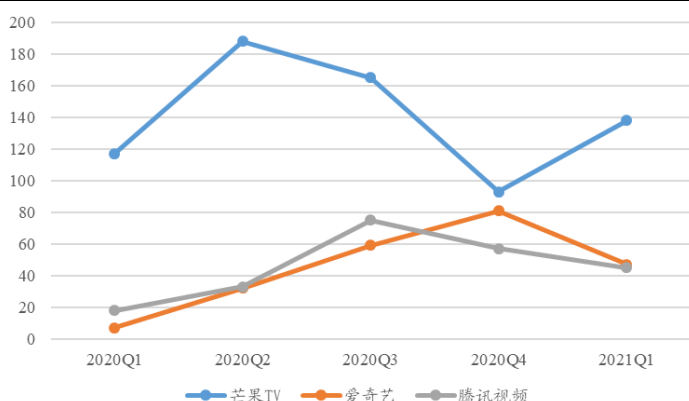
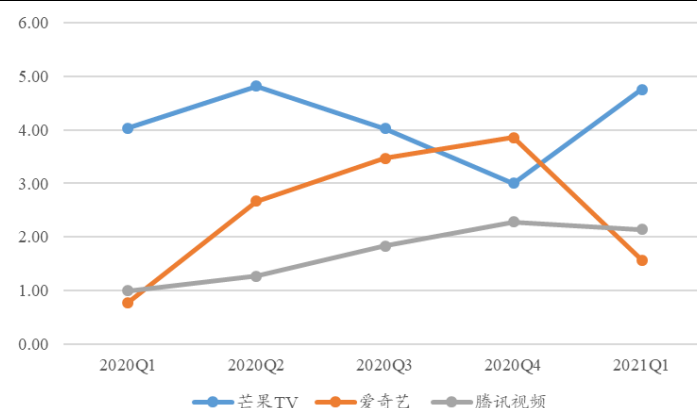


图 17、芒果、爱奇艺、腾讯视频每部综艺平均招商（个）



资料来源：芒果 TV、腾讯视频、爱奇艺，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：芒果 TV、腾讯视频、爱奇艺，兴业证券经济与金融研究院整理

● 芒果基于品牌粘性优势积极探索变现方式，“小芒电商”和“剧本杀”方兴未艾

芒果超媒凭借品牌优势进军剧本杀行业。芒果超媒凭借《明星大侦探》和《密室大逃脱》的资源积累，正式进入剧本杀行业。2021 年 4 月底，芒果超媒全国首家剧本杀节目门店“芒果 M-CITY”落地长沙，公司储备了 300+各种类型的剧本，远超行业内剧本杀门店 30-40 个剧本的平均水平。未来“芒果 M-CITY”将在上海、成都、武汉等城市布局更多门店，

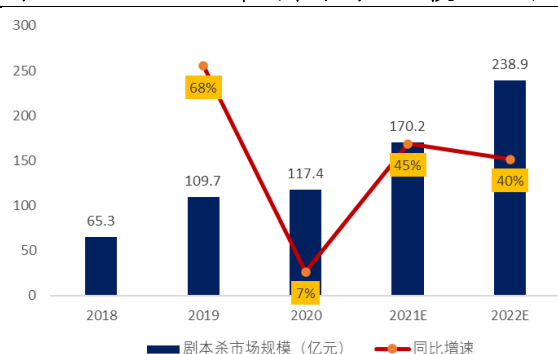
剧本杀是年轻人的娱乐潮流，根据艾媒咨询调研，剧本杀成为中国消费者线下潮流方式的第三名，仅次于看电影和运动健身。剧本杀的行业规模也迅速发展，2020 年行业规模约 117 亿。除了 2020 年受疫情影响导致增速放缓外，未来 2-3 年预计

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 12 -

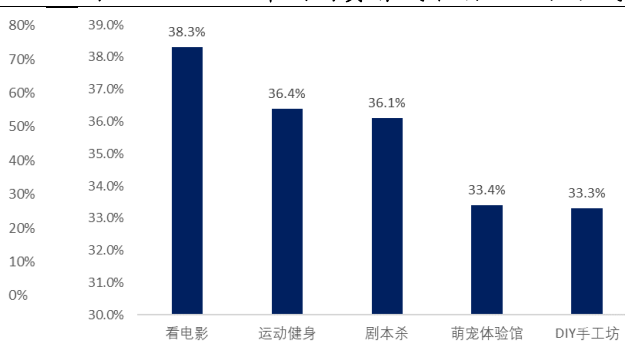
仍有 40% 左右的复合增长率。

图 18、2018-2022 年剧本杀行业规模及预测



资料来源：艾媒咨询，兴业证券经济与金融研究院整理

图 19、2021H1 中国消费者线下潮流娱乐方式的偏好



资料来源：艾媒咨询，兴业证券经济与金融研究院整理

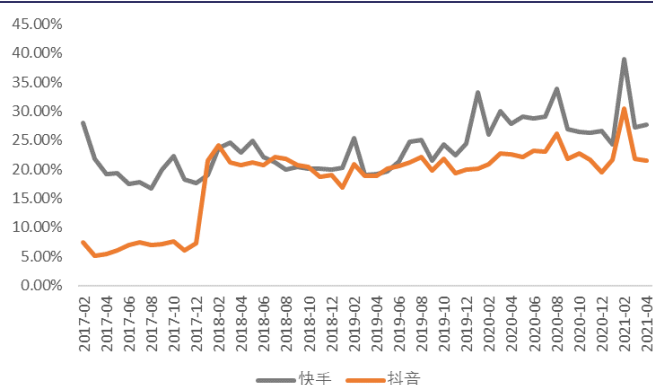
芒果凭借优质自制内容和广告主资源，布局“小芒电商”。公司构建自有电商平台“小芒电商”，探索打造密逃社区、潮玩社区、萌宠社区等垂类社区，充分发挥公司在 IP 创意方面的优势，形成以“视频+内容+电商”为核心的全新视频内容电商模式。小芒电商在潮玩、美妆、服饰部分品类中已经形成一定的领先地位，现在拥有约 400 多个美妆品牌，潮玩品类拥有近 20 个潮玩品牌和 300 个系列，上线初期，潮玩日销超过 12000 单，260 个潮玩 IP 拿下第一，当前仍处于产品打磨及推广阶段，关注后续增量潜力。拓荒新赛道，探索业务发展新的增长极，将助力公司形成内涵更加丰富的芒果生态。

2、短视频：国内用户增长放缓，商业化进程加快

2.1、国内短视频市场进入成熟期，用户增长放缓，海外市场潜力巨大

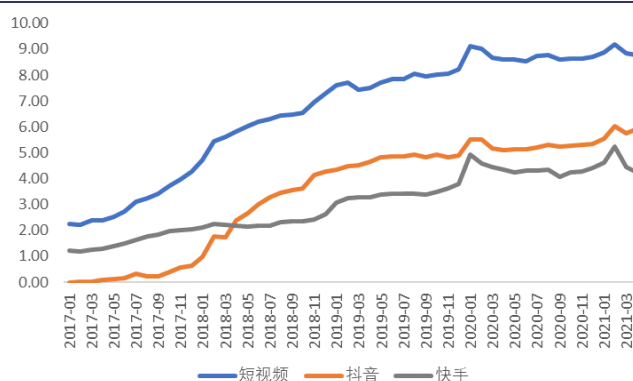
国内短视频行业进入成熟期，未来获客成本升高，用户增长开始放缓。Questmobile 数据显示，2017-2019 年短视频 app 在用户间快速传播，2018 年实现 156% 的高速扩张，2021 年 4 月短视频用户 MAU 达 8.78 亿人，在移动互联网用户的渗透率达到 76%，移动互联网用户已基本触达，新的用户渗透逐步变得困难，快手和抖音 APP 的新安装卸载率逐步升高。同时，快手和抖音的用户重合度持续上升，这说明抖快的新用户更多的来自对方的原有用户，整体的国内短视频用户增长空间相对有限。

图 20、快手、抖音新安装用户卸载转化率



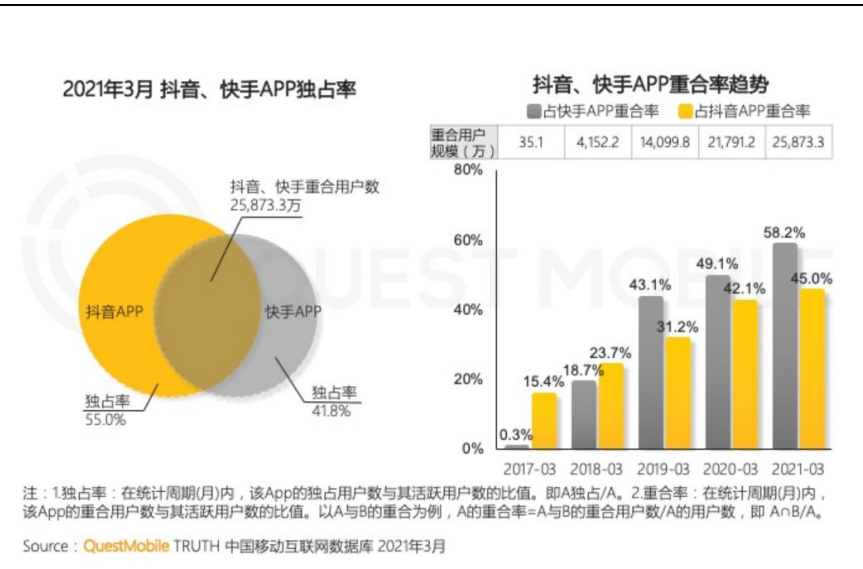
资料来源：Questmobile，兴业证券经济与金融研究院整理

图 21、短视频用户规模（亿人）



资料来源：Questmobile，兴业证券经济与金融研究院整理

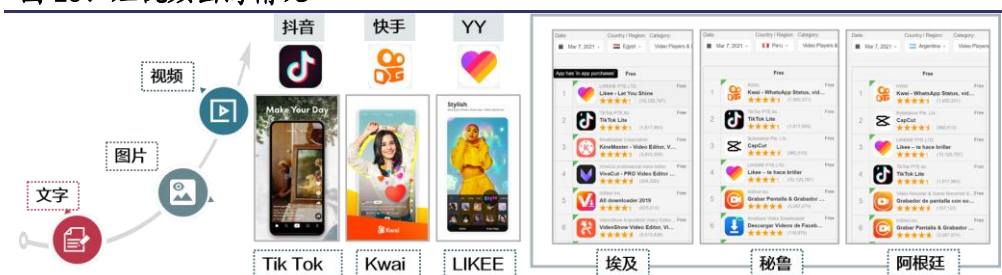
图 22、快手和抖音 APP 的用户重合率持续上升



资料来源：Questmobile，兴业证券经济与金融研究院整理

海外市场仍处发展期，潜在用户规模巨大。短视频在国内的火爆本质源于从图文信息流到视频信息流的升级趋势。这种趋势是在各国群体中是共有的。抖音、快手、LIKEE 都有成功出海的先例，占据多国的视频 APP 排行榜第一。但是欧美国家的政治环境对中国软件较抵触。目前海外市场中，拉美和一带一路国家与中国交好，整体政治环境较利好中国短视频出海，并且这些一带一路和拉美国家短视频行业尚不发达，尚没有头部短视频 APP 诞生。从规模上看，这些国家的人口总数达到 21 亿，类比中国的短视频覆盖率，海外潜在短视频用户规模有望达到 12.6 亿，短视频海外市场具有巨大潜能。

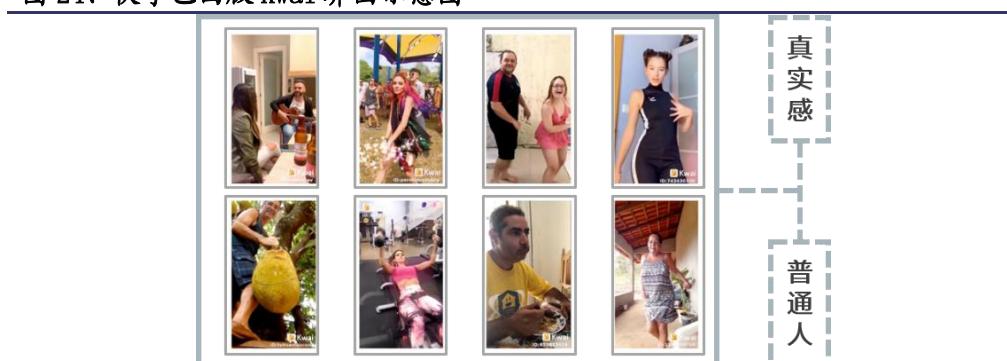
图 23、短视频出海情况



资料来源：sensor tower，兴业证券经济与金融研究院整理

以快手为例，快手在巴西的市场开拓成效初显，预计巴西市场在 2022 年实现 2000 万 DAU 增长；快手在巴西的经验有利于其在拉美地区或其他一带一路的发展中国家短视频市场的开拓。巴西有着热情、乐于展示的文化氛围；然而巴西作为贫富差距巨大的国家，大量的“普通人”在社会缺乏关注，而快手巴西版“Kwai”APP 延续了快手普惠的分发方式，创造了大贫富差距社会中少见的平等，让被“静音”的普通人有了更多展示和发声的渠道，巴西人积极创作，为社区生态提供了源源不断的内容；快手所提倡的真实、接地气的内容风格也与巴西的文化基因相契合，巴西人喜爱在 Kwai 上分享并观看短视频，从而使 Kwai 的社区生态达成良性运作。

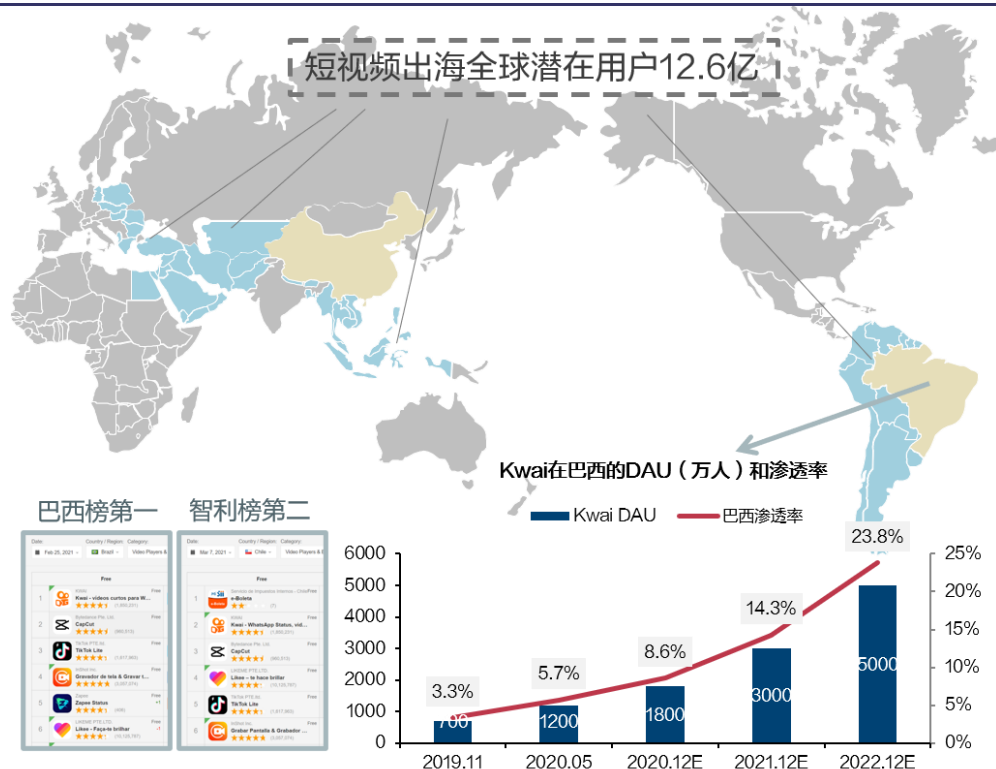
图 24、快手巴西版 Kwai 界面示意图



资料来源：36Kr，兴业证券经济与金融研究院整理

预计 2022 年 Kwai 进入用户高速增长阶段。2019 年底 Kwai 在巴西的日活就突破了 700 万；2020 年 5 月 Kwai 日活用户增长至 1200 万，并拿到了巴西六月节重要组成之一、知名度非常高的 Sã Joã 音乐节的全程转播权；目前 Kwai 在巴西的短视频 APP 排行榜中常年保持第一的位置，态势良好，头部地位稳定。合理推测截至 2020 年底 Kwai 的日活用户有望突破 1800 万，2021 年底有望突破 3000 万，在巴西总人口的渗透率达到 14%。而总结抖音等应用的用户增长曲线，互联网应用程序在总人口的渗透率超过 13% 以后往往由于网络效性的存在出现爆发式的加速增长，因而推测 2022 年快手巴西市场将带来约 2000 万用户的增长，相当于快手现有总用户 3% 的增量，占巴西市场渗透率约 24%。

图 25、快手短视频出海规模及巴西市场 DAU（万人）和渗透率（%）



资料来源：Sensor Tower，36Kr，兴业证券经济与金融研究院整理

2.2、抖快微三足鼎立，不同社区属性筑起双强各自护城河

抖音、快手各自社区属性的选择和良好的执行，帮助二者在短视频行业突出重围，筑起流量护城河，构成了短视频赛道双强格局。2020 年微信视频号加入短视频赛道，并借助微信 12 亿用户群体，上线半年迅速达到 2 亿 DAU，视频行业即将步入三组鼎立的局面。

抖音和快手关注如何建立“短视频社区”留住用户；而微信更关注的是如何借助短视频社区将已有社区的各个私域入口连通，形成公域-私域双向流通的社交生态。

● 核心战略的区别决定了抖音、快手、微信各自的社区属性。

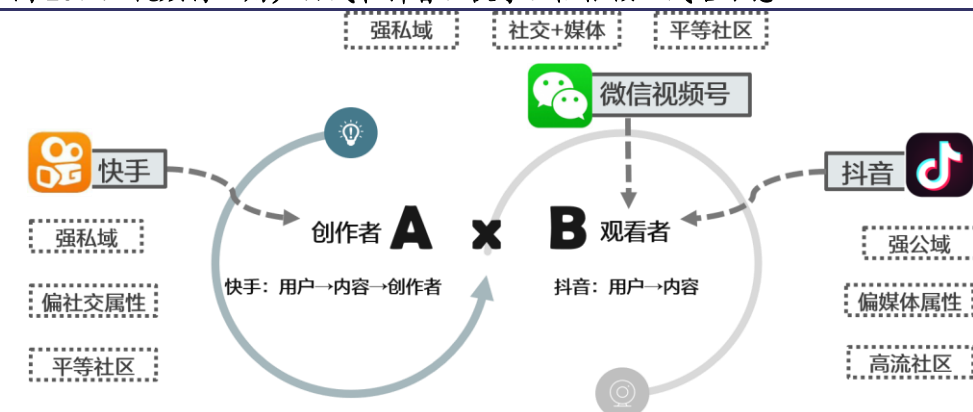
核心战略上快手用创作者拉动消费者，抖音和微信则用消费者拉动创作者。短视频 APP 的模型可以用“A*B”来表示，其中“A”是内容创作者，“B”是内容消费者，该模型中“A”和“B”两方中任一方的数量上升，都对另一方和用户总量有正向促进作用。快手、抖音和微信的核心差别在于：**快手**通过拉动“A”（创作者），来促进“B”（内容消费者）的增长，因而快手关注如何鼓励并留住内容创作者，注重全生态创作者的激励；而**抖音**则关注如何提高“B”（消费者），

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 16 -

从而吸引“A”进驻，所以抖音更看重如何用热门内容快速抓住消费者注意力；微信的核心优势在12亿用户群体构成的待转化“B”（消费者），再借助流量优势吸引“A”（创作者），转化的过程则由已有私域通道的引流完成。

图 26、短视频行业用户公式和抖音、快手、微信核心战略示意

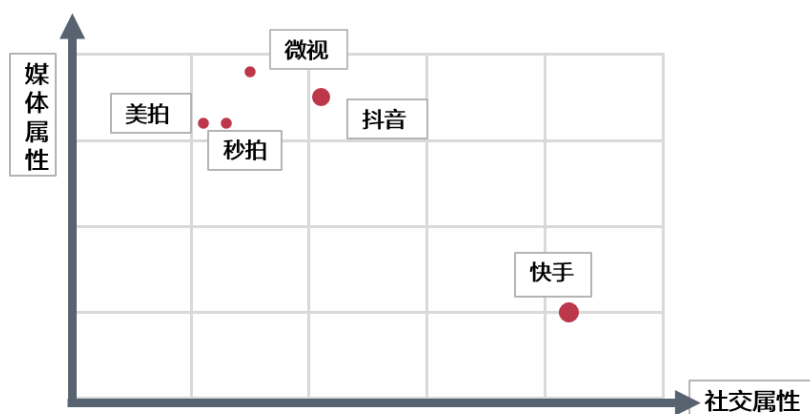


资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

三者在不同战略下有着各自属性鲜明的社区。

- 过去抖音和快手在不同战略的驱动下建立了不同属性的社区。快手更具社交属性，抖音更具媒体属性。快手的社交属性，更重视人与人之间频繁的、有黏性的交互，这种交互构筑成了更有信任感的复杂的社交网，从而让快手的消费者通过内容对创作者产生黏性，创作者有更强的私域流量的掌控，也因高价值的私域流量留在快手。而抖音的媒体属性下，社区视频呈现方式符合媒体筛选分发的机制，抖音官方对流量的掌控权较高，在公共空间中顶流的热门内容被更多地推荐，用户受内容吸引更多在公共推荐页沉浸浏览，难以离开。

图 27、微信视频号进入前，国内短视频行业参与者两大属性示意图

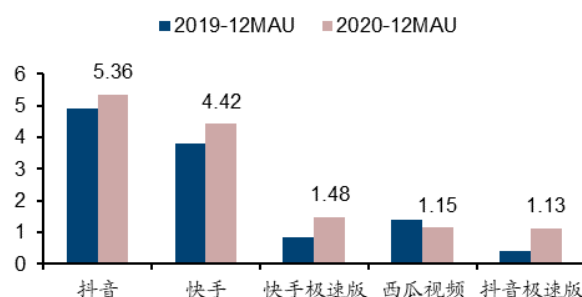
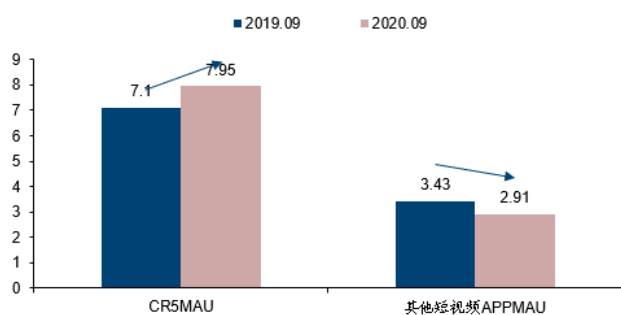


资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

过去抖音、快手不同的社区建设，筑起了各自的护城河，并在发展的过程中不断蚕食临近属性 APP，使短视频行业愈来愈向头部集中。对比 2019 年的用户数量，2020 年 CR5 的用户数量仍在增长，达到 7.95 亿人次；而 2020 年 CR5 以外的短视频用户出现首次下降，在网络效应下，内容消费方和创作方的使用习惯呈正相关，一旦用户数量下滑，会出现加速下降的趋势，因此预计未来短视频行业越来越向头部集中。

CR5 中的 APP 均为字节跳动和快手旗下产品，抖音和快手的社区护城河优势明显。

图 28、短视频 CR5 总计 MAU 和其他短视频 APP 总计 MAU (亿人) 图 29、短视频行业 CR5MAU 对比 (亿人)

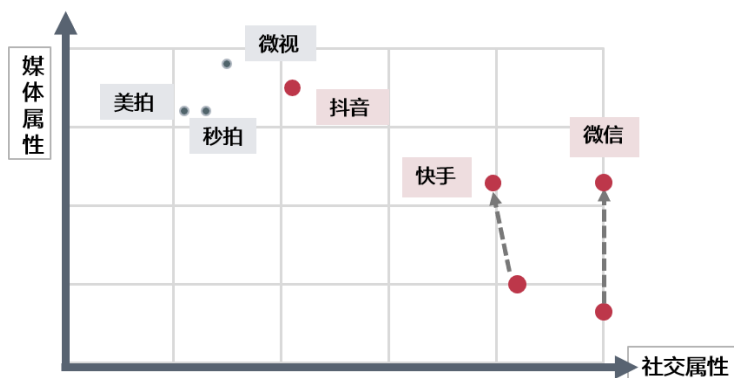


资料来源：Questmobile，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：Questmobile，兴业证券经济与金融研究院整理

- **新入局的微信则注重将短视频的公域流量与已有的私域流量打通。在已有的强社交属性下，加入了媒体属性。**（1）微信本身是强社交属性，具有极强的私域流量优势，借助已有的微信多个功能入口下人与人的私域社交关系，引流视频号公域，进而吸引创作者创作，从而增加了微信的媒体属性；（2）而在视频号内部的 UI 框架下，着重观看者对创作者的黏性培养，又将引流至公域流量分配给短视频创作者，形成短视频创作者的私域流量，从而鼓励内容创作者在视频号创作。我们认为微信未来在媒体属性和社交属性两方面都有较大潜力。

图 30、微信进入后短视频两大社区属性示意图



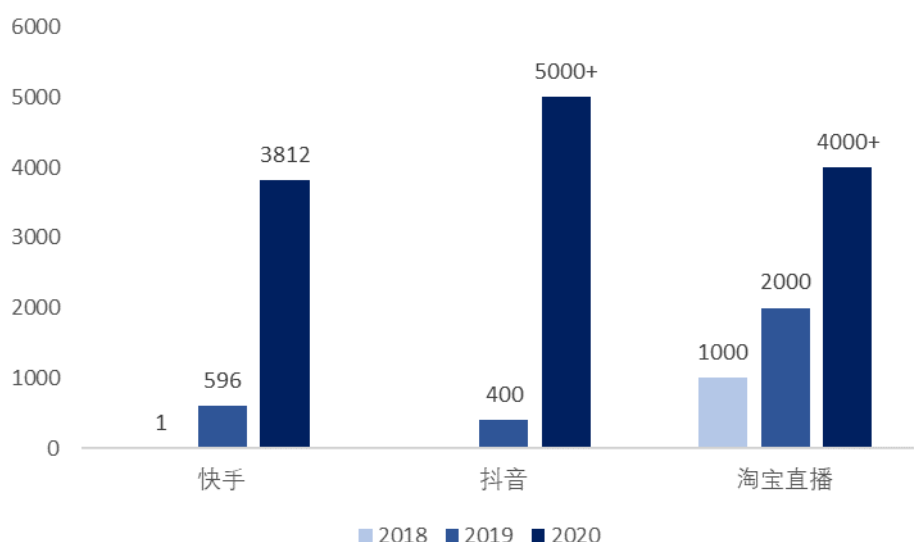
资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

2.3、短视频已经进入变现期，商业价值巨大

● 强私域+快供应链布局电商闭环，拉动客单价抬升

万亿市场，内容平台+“货找人”场景极具潜力。2020 年直播电商规模达到万亿，短视频平台电商在“货找人”的娱乐消费场景下快速成长，不同于传统电商更多“人找货”的搜索模式，“货找人”模式更多依靠网红 KOL/内容让粉丝发现需求，并借助 KOL 和粉丝间信任链实现商品购买。该模式需要广泛触达+信任转化，这与短视频平台的高流量和社交关系天然契合：（1）高日活和使用时长帮助商家降低宣传成本；（2）繁荣的主播生态帮助精细化运营，从而吸引了商家涌入。2020 年快手电商 GMV 达 3812 亿，继天猫、京东、拼多多之后排名第四。未来随着短视频巨头电商闭环生态的逐步完善，“货找人”模式的电商规模将保持高速扩张。

图 31、2018-2020 直播电商主要参与者直播带货 GMV（亿元）

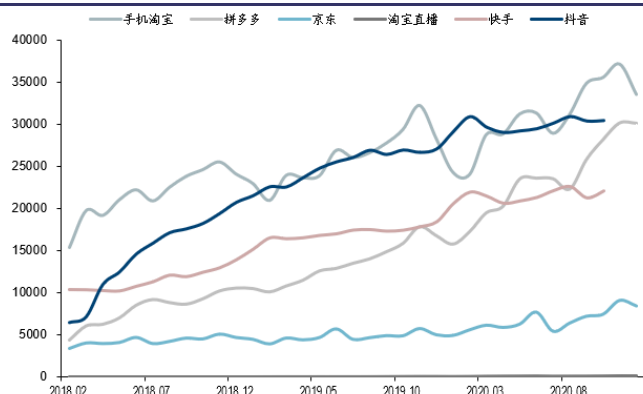


资料来源：亿邦动力网，淘宝直播，快手财报，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

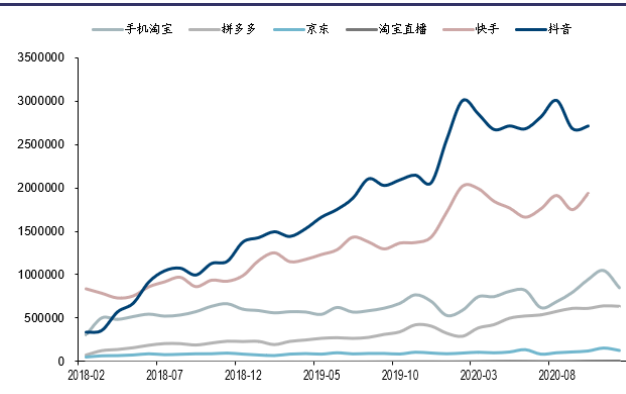
- 19 -

图 32、2018-2020 直播电商主要参与者 DAU (万人)



资料来源: Questmobile, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 33、直播电商主要平台月日均使用时长 (万分钟)

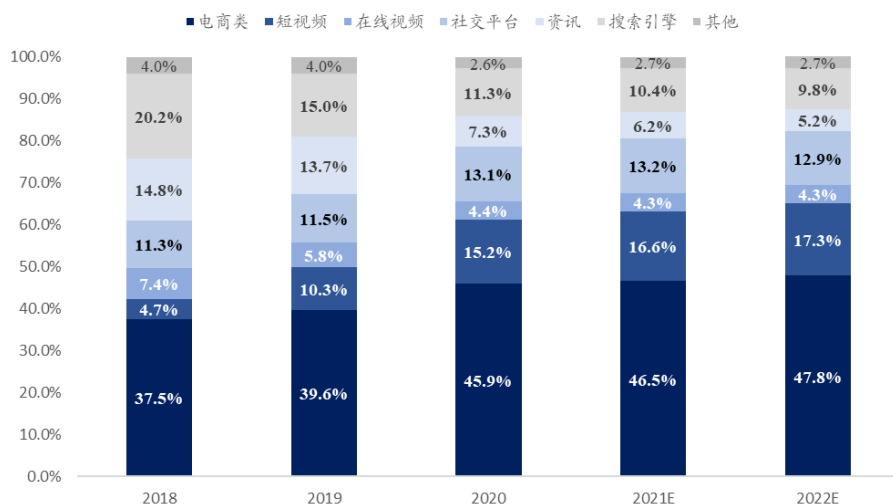


资料来源: Questmobile, 兴业证券经济与金融研究院整理

● 广告: 抖音已成广告媒体巨头, 快手加速广告变现

随着短视频成为移动互联网最大流量集中地之一, 短视频广告变现的商业价值凸显。根据 Questmobile 测算, 短视频广告的市场份额从 2018 年的 4.7% 提升至 2020 年的 15.2%, 未来也将保持份额的持续扩张。

图 34、2018-2022E 中国互联网媒介广告市场份额分布



资料来源: Questmobile, 兴业证券经济与金融研究院整理

抖音: 以巨量引擎为基, 成为广告媒介巨头

字节系广告 (抖音、今日头条、西瓜视频等) 主要以巨量引擎为营销平台, 整合站内和站外资源流量。站内主要是抖音、今日头条、西瓜视频等字节跳动旗下 APP, 站外则是通过穿山甲广告联盟整合垂直领域 APP 和手机厂商的站外流量。垂直媒体已覆盖 100+ 细分行业, 手机厂商流量包括华为、小米、OPPO、vivo 等。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 20 -

从线上主流媒介平台的广告主数量来看，字节系的广告主数量已经超过腾讯和百度。2020年12月巨量引擎的广告主数量有1241个，穿山甲189个，腾讯优量广告为486个，百青藤和百度信息流分别是642个和896个。

图 35、2020 年 12 月典型广告平台广告主数量

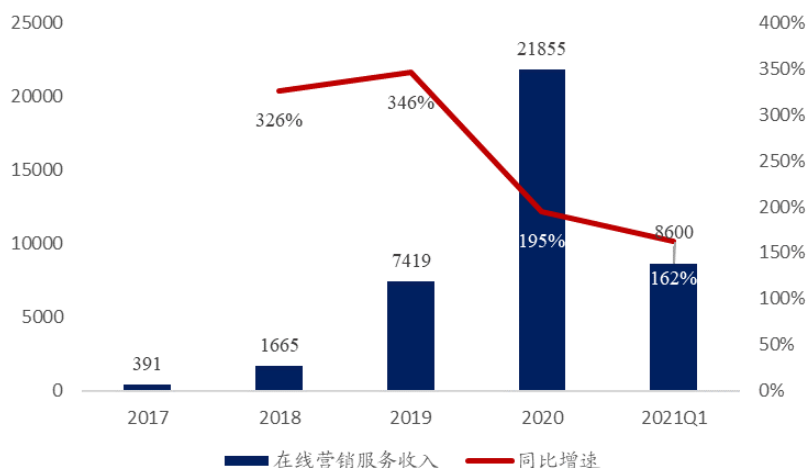


资料来源：Questmobile，兴业证券经济与金融研究院整理

快手：加速广告商业化进程，数据赋能带动粉条和磁力引擎业务增长

快手广告业务分为信息流广告（包括开屏广告）、粉条广告和链接广告主&达人的磁力聚星平台。其中信息流广告贡献主要收入，粉条广告面向快手达人，帮助达人做付费推广涨粉，磁力聚星则帮助商家借助达人做精准推广。

图 36、快手广告业务营业收入（百万元）及增速（%）

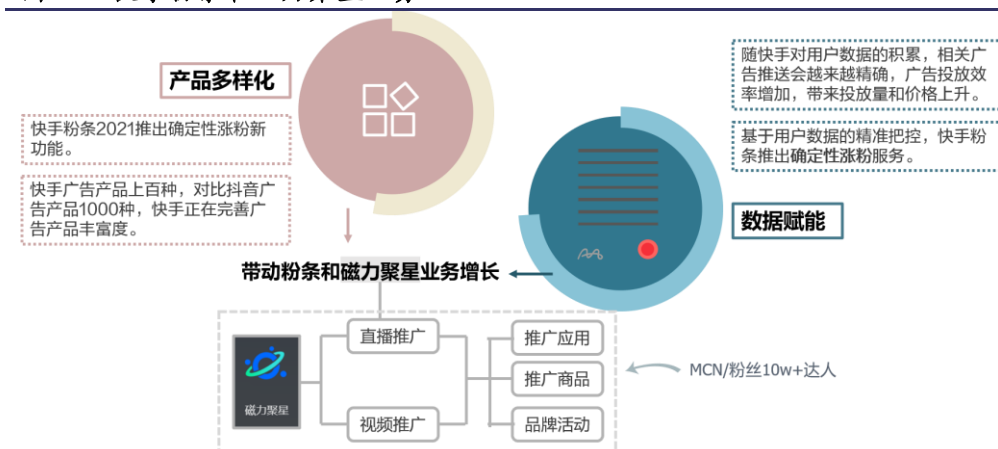


资料来源：快手招股书，快手财报，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

数据积累+磁力引擎升级帮助精准运营，提升效率。快手广告发力晚于抖音，因此人群标签数据不如抖音完善，新一阶段快手进一步丰富了不同维度的用户和达人数据，通过磁力聚星平台帮助广告商针对特定人群精准营销。同时，粉条广告基于用户数据帮助达人设计确定性涨粉方案。随着时间的积累，大数据的精准度有望进一步提高，数据驱动下，快手广告的客户能够得到更可量化的投放结果，从而提高快手广告对用户的吸引力。

图 37、快手粉条和磁力聚星业务



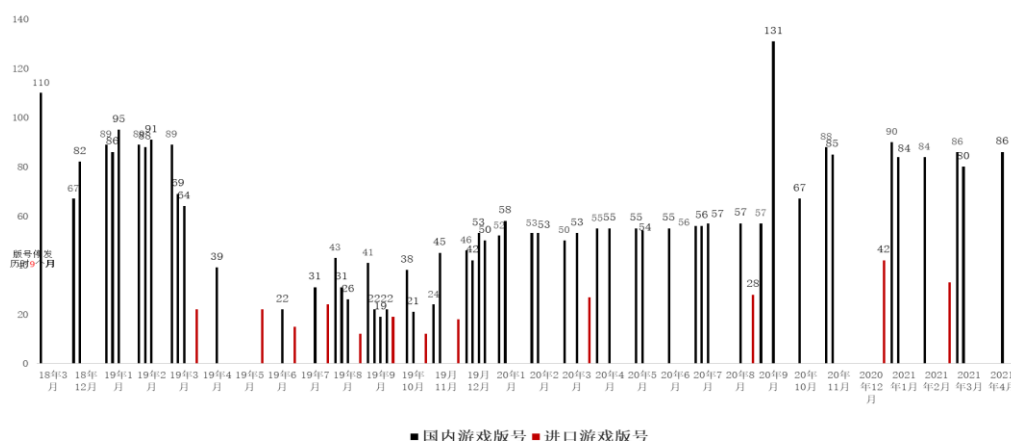
资料来源：快手官网，兴业证券经济与金融研究院整理

3、游戏：估值具有吸引力，优选行业龙头

3.1、高基数下增速放缓，产品周期影响业绩增速

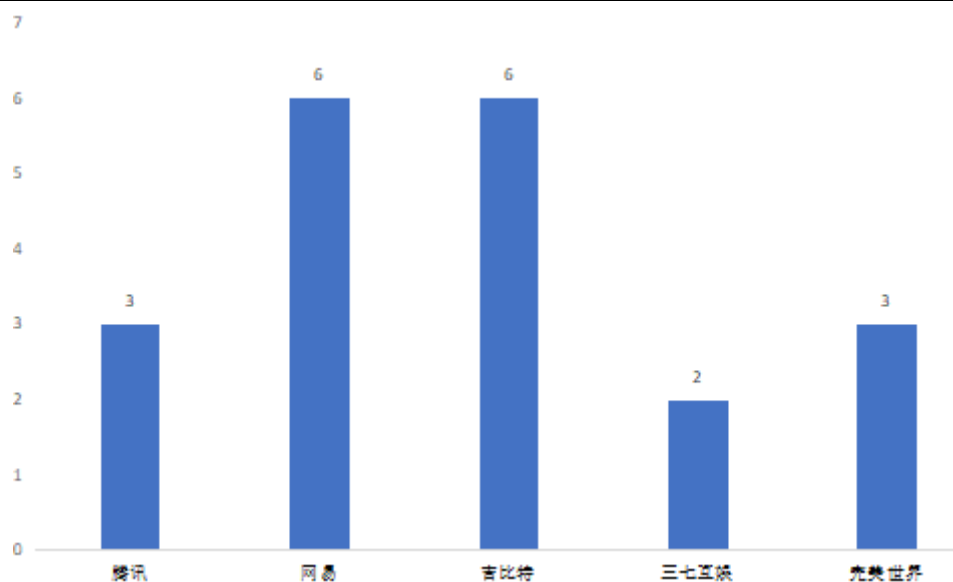
版号发放保持平稳。据我们统计，2018年版号恢复后，2018年底至2021年5月22日实际审批69批，一共3555款游戏。其中2021年至今共审批7批，一共543款游戏。2021年1月1日-2021年5月22日，腾讯、网易和完美世界游戏过审数量分别是3款、6款和3款，吉比特和三七互娱分别为6款和2款。

图 38、2018-2021 年 5 月 22 日游戏版号数量发放情况（个）



资料来源：国家新闻出版广电总局，兴业证券经济与金融研究院整理

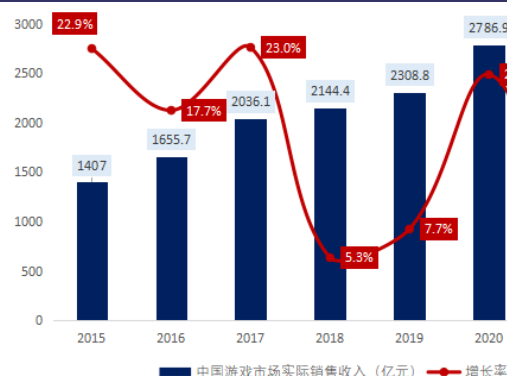
图 39、2021.1.1-2021.5.22 部分公司游戏版号获得情况（个）



资料来源：国家新闻出版广电总局，兴业证券经济与金融研究院整理

疫情原因推动 2020 年手游市场高速增长，2021Q1 增速放缓主系去年同期高基数。2020 年，中国游戏市场实际销售收入 2786.9 亿元，同比增长 20.7%，保持快速增长，2021 年一季度，中国游戏市场实际销售收入 770.35 亿元，环比增长 9%，同比增长 5.32%。游戏市场增长主要受到移动游戏实际销售收入增长的拉动。其中，2020 年，中国移动游戏市场实际销售收入 2096.76 亿元，同比增长 32.61%，2021 年第一季度移动游戏实际销售收入达到 588.3 亿元，同比增长 6.2%，2020 年移动游戏高增长主系疫情影响，2021Q1 在去年同期高基数的背景下，仍然保持了正增长。

图 40、中国游戏市场整体规模及增速



资料来源：游戏工委，兴业证券经济与金融研究院整理

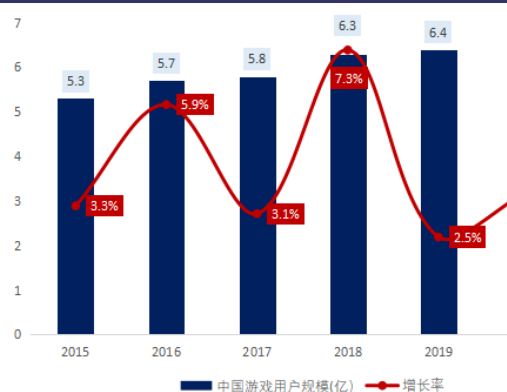
图 41、中国移动游戏市场整体规模及增速



资料来源：游戏工委，兴业证券经济与金融研究院整理

2020 年中国游戏用户数量稳中有升，用户规模达 6.6 亿人，同比增长 3.7%，移动游戏用户达到 6.5 亿人，同比增长 4.8%。

图 42、中国游戏用户整体规模及增速



资料来源：游戏工委，兴业证券经济与金融研究院整理

图 43、中国移动游戏用户整体规模及增速



资料来源：游戏工委，兴业证券经济与金融研究院整理

在去年高基数下目前行业景气度低，部分龙头公司估值处于历史地位，是可以重点把握的价值成长股。建议短中期短期关注业绩确定性较强的吉比特，下半年建议关注重磅游戏陆续上线的完美世界，以及业绩进入回收期的三七互娱。

吉比特：

新品手游《一念逍遥》表现亮眼，业绩快速增长。1) 2021Q1 营收 11.18 亿元，同比增长 51.09%，归母净利润 3.65 亿元，同比增长 13.36%，扣非归母净利润 3.55 亿元，同比增长 20.42%，经营活动产生的现金流量净额 3.28 亿元，同比减少 10.10%；2) 其中收入快速增长主系《一念逍遥》2 月 1 日上线表现亮眼所致，净利润增速小于收入增速主系《一念逍遥》上线初期，采取买量模式推广，营销推广支出较高，其中销售费用 2.64 亿元，同比增长 409.03%，经营活动产生现金流量净额同比减少主系新游营销推广支出及游戏分成支出增加所致。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

新游戏表现亮眼，后续储备丰富，业绩值得期待。1)《一念逍遥》2月1日上线，上线首月IOS游戏畅销榜平均排名为第10名，最高至第5名，至今基本保持在20名左右，表现亮眼；《摩尔庄园》6月1日上线，排名保持前列。2)后续储备丰富，未来精品游戏包括《了不起的飞剑》等。

完美世界：

一季度新品空窗期，业绩承压。1)2020年公司营业收入102.25亿元，yoy增长27.19%，其中游戏业务营业收入92.62亿元，同比增长35.00%，游戏业务净利润22.85亿元，同比增长20.43%；2)2021Q1公司营业收入22.3亿元，同比下降13.3%，归母净利润4.64亿元，同比下降24.4%，扣非归母净利润3.2亿元，同比下降46.8%，其中游戏业务净利润为4.27亿元，同比下降15.7%，扣非归母净利润为3.3亿元，同比下降34%，业绩下滑主系去年同期疫情下的高基数以及新品空窗期所致。

储备产品丰富，静待业绩释放。公司产品储备游戏丰富，其中《战神遗迹》于5月20日公测，《梦幻新诛仙》于4月30日开启三端付费测，有望年中上线，《幻塔》已完成新一轮测试，有望在暑假上线。

三七互娱：

国内外新游上线营销费用攀升，一季度业绩承压。1)2020年营业收入144.00亿元，同比增长8.86%，归母净利润27.61亿元，同比增长30.56%，扣非净利润为23.92亿元，同比增长14.49%；2)2021Q1营业收入38.18亿元，同比下降12.09%，实现归母净利润1.17亿元，同比下降83.98%，扣非净利润为384万元，同比下降99.41%；3)一季度净利润下降主要由于销售费用增长率高于营业收入增长率，其中公司新上线的《荣耀大天使》、《绝世仙王》、《斗罗大陆：武魂觉醒》，以及全球发行的《Puzzles & Survival》等多款游戏持续增大流量投放，使得第一季度销售费用大幅增加，且处于推广初期的新游，销售费用增长率高于营业收入。

持续研发投入，静待爆款产品提振业绩。1)2020年公司研发投入11.13亿元，同比增长36.66%，游戏及系统研发人员2343人，增幅48.1%，2021Q1研发费用3.25亿元，同比增长24.04%；2)我们认为随着研发的持续投入，越来越多的爆品自研手游有望出现，期待未来《斗罗大陆：魂师对决》等重磅产品的表现。

表 5、游戏板块部分公司 2020 年以及 1Q21 业绩情况（亿元）

股票代码	公司名称	营业收入 (2020A)	YoY	归母净利润 (2020A)	YoY	扣非归母 净利润 (2020A)	YoY
603444.SH	吉比特	27.42	26.35%	10.46	29.32%	9.00	19.65%
002624.SZ	完美世界	102.25	27.19%	15.49	3.95%	10.43	-4.01%
002555.SZ	三七互娱	144.00	8.86%	27.61	30.56%	23.92	14.49%
股票代码	公司名称	营业收入 (1Q21)	YoY	归母净利润 (1Q21)	YoY	扣非归母 净利润 (1Q21)	YoY
603444.SH	吉比特	11.18	51.09%	3.65	13.36%	3.55	20.42%
002624.SZ	完美世界	22.31	13.34%	4.64	24.43%	3.18	-46.81%
002555.SZ	三七互娱	38.18	-12.09%	1.17	-83.98%	0.04	-99.41%

资料来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

3.2、游戏出海持续深入，海外市场有望再造辉煌

海外游戏市场空间巨大，龙头公司 2021Q1 布局持续深入，有望凭借全球市场再创辉煌，龙头游戏厂商有望通过精品游戏抢占欧美日韩等手游市场份额，依托全球发行覆盖更为广泛的用户从而提升游戏变现规模，带动业绩的进一步攀升，重点关注出海龙头。

表 6、2020.01-2020.03 和 2021.01-2021.03 中国手游出海收入 Top10

	2020 年 1 月		2020 年 2 月		2020 年 3 月		2021 年 1 月		2021 年 2 月		2021 年 3 月	
厂商	游戏	发行商	游戏	发行商	游戏	发行商	游戏	发行商	游戏	发行商	游戏	发行商
1	PUBG Mobile	腾讯	万国觉醒	莉莉丝	PUBG Mobile	腾讯	原神	米哈游	原神	米哈游	原神	米哈游
2	万国觉醒	莉莉丝	PUBG Mobile	腾讯	万国觉醒	莉莉丝	PUBG Mobile	腾讯	PUBG Mobile	腾讯	PUBG Mobile	腾讯
3	荒野行动	网易	明日方舟	悠星网络 & 鹰角网络	荒野行动	网易	王国纪元	IGG	王国纪元	IGG	王国纪元	IGG
4	使命召唤手游	动视暴雪 & 腾讯	剑与远征	莉莉丝	剑与远征	莉莉丝	State of Survival	FunPlus	State of Survival	FunPlus	State of Survival	FunPlus
5	黑道风云	友塔网络	王国纪元	IGG	黑道风云	友塔网络	万国觉醒	莉莉丝	万国觉醒	莉莉丝	万国觉醒	莉莉丝
6	王国纪元	IGG	黑道风云	友塔网络	王国纪元	IGG	荒野行动	网易	荒野行动	网易	使命召唤手游	动视暴雪 & 腾讯
7	剑与远征	莉莉丝	荒野行动	网易	火枪纪元	FunPlus	使命召唤手游	动视暴雪 & 腾讯	Project Makeover	Magic Tavern	荒野行动	网易
8	火枪纪元	FunPlus	守望黎明	龙创悦动	阿瓦隆之王	FunPlus	Project Makeover	Magic Tavern	使命召唤手游	动视暴雪 & 腾讯	黑道风云	友塔网络
9	守望黎明	龙创悦动	火枪纪元	FunPlus	使命召唤手游	动视暴雪 & 腾讯	黑道风云	友塔网络	黑道风云	友塔网络	口袋奇兵	江娱互动
10	阿瓦隆之王	FunPlus	使命召唤手游	动视暴雪 & 腾讯	明日方舟	悠星网络 & 鹰角网络	明日方舟	悠星网络 & 鹰角网络 & 心动网络	放置少女	有爱互娱	放置少女	有爱互娱

资料来源：SensorTower、兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 26 -

表 7、重点布局海外的游戏公司海外收入占比

	2016	2017	2018	2019	2020
完美世界	20.0%	15.5%	18.4%	17.9%	16.7%
三七互娱	14.2%	14.9%	12.1%	7.9%	14.9%
世纪华通	1.9%	1.7%	55.6%	39.7%	37.8%

资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

自主研发游戏海外市场实际销售收入继续保持稳定增长。2020 年，中国自主研发游戏海外市场实际销售收入达 154.5 亿美元，增长率 33%。2021 年第一季度，中国自主研发游戏海外市场实际销售收入达 40.6 亿美元，同比增长 7.5%，增长率趋于平稳。其中，移动网络游戏方面，2020 年中国移动游戏出海市场规模为 132 亿美元，同比增长 48.3%，处于高速增长阶段。

图 44、中国自主研发网络游戏海外市场实际销售收入（亿美元）



资料来源：游戏工委，兴业证券经济与金融研究院整理

图 45、中国移动游戏出海市场规模（亿美元）



资料来源：艾瑞，兴业证券经济与金融研究院整理

2021Q1 出海明显加速。

美国：1) Sensor Tower 数据显示，2021Q1 美国手游总收入超过 61 亿美元，较 2020 Q1 增长 34.1%；2) 共 23 款中国手游产品入围美区畅销榜 Top100，创收近 10 亿美元，占据 24% 的市场份额，创历史新高（2020Q1 入围美区畅销榜 Top100 的中国手游总收入仅 4.9 亿美元）；3) 其中 IGG《王国纪元》吸金近 1.4 亿美元，登顶国产手游收入榜，环比激增 209%，在刷新自身记录的同时，收入较上个季度增长翻倍的产品的还包括 Magic Tavern《Project Makeover》、江娱互动《口袋奇兵》和三七互娱《末日喧嚣》。

日本：1) Sensor Tower 数据显示，2021Q1 日本手游市场收入超过 51 亿美元，同比增长 35%；2) 入围 TOP100 手游畅销榜的 29 款中国手游合计吸金 9 亿美元，占 TOP100 总收入的 25%；3) 入围榜单 TOP20 的中国手游为 5 款，分别是米哈游《原神》、网易《荒野行动》、有爱互娱《放置少女》、友塔游戏《黑道风云》和乐元素《偶像梦幻祭!!Music》。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 27 -

韩国：1) Sensor Tower 数据显示，2021Q1 韩国手游市场收入达 14.7 亿美元，同比增长近 16%；2) 共 34 款中国产品入围韩国手游畅销榜 TOP100，合计吸金超过 2.5 亿美元，占 TOP100 总收入的 21.6%；3) 4399《奇迹之剑》预估收入超过 4650 万美元，位居榜首，eSkyFun 三国题材手游《神魔三国志》收入环比增长 208%，进入榜单第 6 名，灵犀互娱《三国志·战略版》2 月底登陆韩国市场，已位居榜单第 7 名。

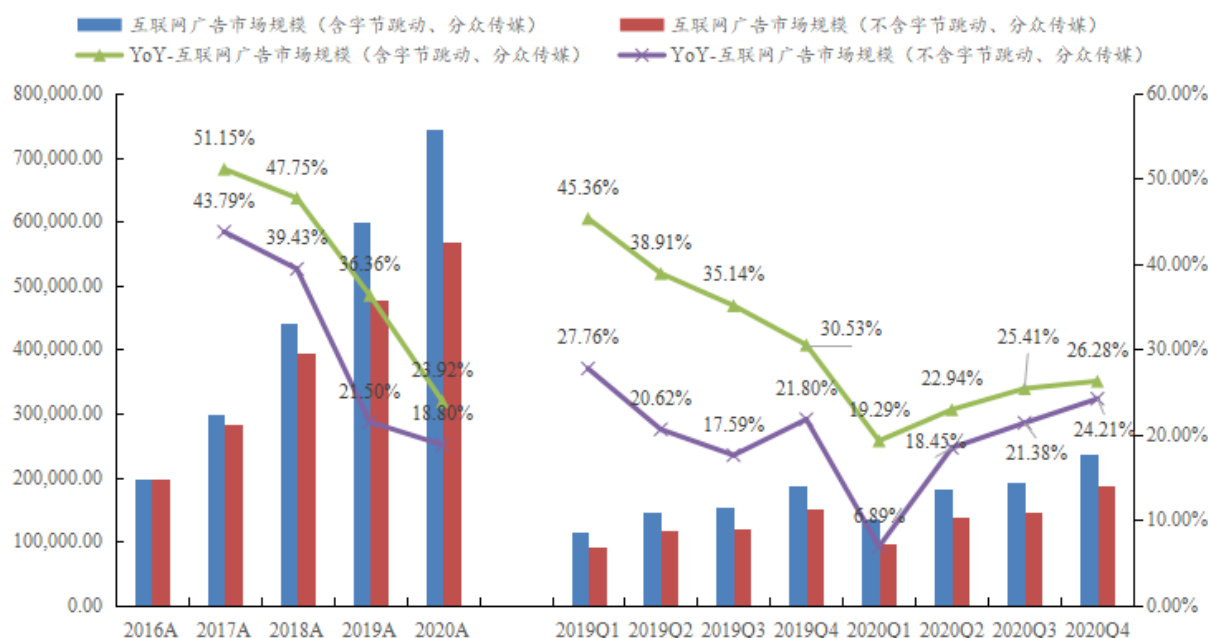
4、后疫情时代广告持续回暖，国潮品牌崛起带动梯媒高景气

4.1、后疫情时代广告持续回暖

4Q20 互联网广告增速保持平稳增长，持续复苏。我们根据上市互联网媒体获取公司广告收入进行计算，4Q20 互联网媒体广告（此处不含字节跳动、分众传媒广告收入）收入为 1875 亿元，同比+24.21%，相比 3Q20 增速环比回升+2.83pct。由此可见，4Q20 互联网广告市场增速持续复苏。

从整体互联网媒体广告收入（含字节跳动、分众传媒）来看，4Q20 收入达到 2399 亿元，同比+26.35%，增速持续大幅超越 GDP 增速，而字节跳动、快手、拼多多、京东等公司增速则持续大于互联网媒体广告收入增幅。电商、短视频则持续在互联网媒体中扩大市场份额。

图 46、2016A-2020Q4 上市互联网媒体广告收入总和及增速（百万元）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

表 8、截至 2020Q4 互联网媒体广告市场份额及变化

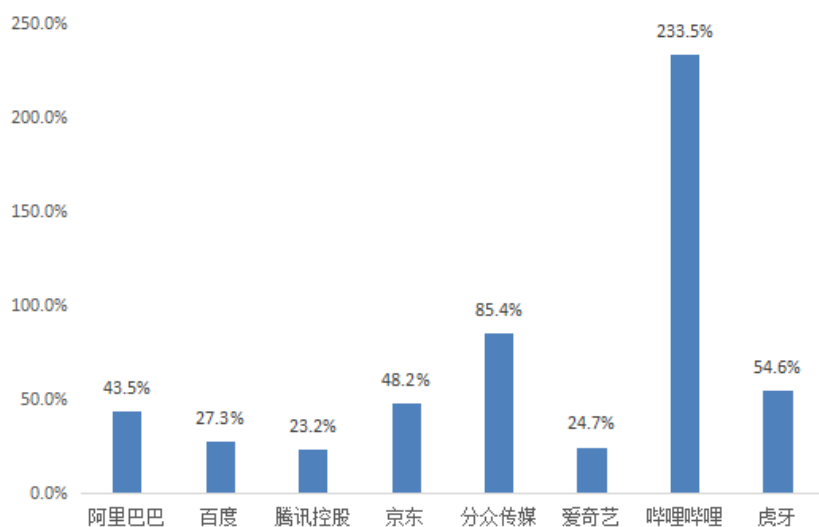
公司名称	2017A	2018A	2019A	2020A	2019Q4	2020Q3	2020Q4	同比 pct	环比 pct
阿里巴巴中国核心零售电商 CMR	34.96%	30.46%	28.50%	27.16%	32.25%	25.35%	30.63%	-1.62%	5.28%
字节跳动（估、国内）	5.00%	10.20%	19.89%	23.20%	18.82%	23.74%	20.11%	1.29%	-3.63%
百度	20.96%	15.96%	11.40%	8.73%	9.94%	9.39%	7.86%	-2.09%	-1.54%
腾讯控股	13.04%	12.77%	11.16%	10.88%	10.65%	10.92%	10.28%	-0.38%	-0.64%
京东（估）	3.35%	7.37%	6.97%	7.07%	7.10%	6.35%	7.29%	0.19%	0.94%
拼多多	0.39%	2.53%	4.38%	6.39%	5.10%	6.59%	7.89%	2.79%	1.30%
快手（估）	0.13%	0.37%	1.24%	2.90%	1.66%	3.20%	3.55%	1.89%	0.35%
美团点评	1.52%	2.06%	2.59%	2.50%	2.60%	2.90%	2.53%	-0.07%	-0.37%
分众传媒	3.87%	3.20%	1.98%	1.60%	1.70%	1.67%	1.76%	0.06%	0.09%
58 同城	1.93%	1.82%	1.66%	1.52%	1.43%	1.65%	1.30%	-0.13%	-0.34%
小米集团	1.81%	2.22%	1.75%	1.69%	1.58%	1.69%	1.54%	-0.04%	-0.15%
微博	2.15%	2.19%	1.69%	1.35%	1.48%	1.51%	1.24%	-0.24%	-0.27%
爱奇艺	2.63%	2.05%	1.35%	0.90%	0.99%	0.94%	0.77%	-0.22%	-0.17%
汽车之家	1.84%	1.40%	1.13%	0.88%	0.99%	0.90%	0.78%	-0.21%	-0.12%
搜狗	1.73%	1.50%	1.21%	0.76%	1.00%	0.67%	0.45%	-0.54%	-0.21%
趣头条	0.17%	0.62%	0.88%	0.67%	0.84%	0.54%	0.52%	-0.32%	-0.03%
芒果 TV（估）	0.43%	0.53%	0.55%	0.55%	0.50%	0.67%	0.45%	-0.05%	-0.22%
易车	1.27%	0.90%	0.64%	0.50%	0.56%	0.48%	0.44%	-0.12%	-0.03%
网易	0.78%	0.55%	0.17%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
新浪	0.69%	0.45%	0.24%	0.18%	0.20%	0.19%	0.17%	-0.03%	-0.02%
凤凰新媒体	0.44%	0.26%	0.21%	0.15%	0.21%	0.14%	0.14%	-0.07%	0.00%
搜狐	0.68%	0.34%	0.20%	0.13%	0.15%	0.14%	0.11%	-0.04%	-0.03%
哔哩哔哩	0.05%	0.10%	0.13%	0.19%	0.15%	0.29%	0.12%	-0.03%	-0.16%
蘑菇街	0.17%	0.09%	0.05%	0.01%	0.04%	0.01%	0.01%	-0.03%	0.00%
虎牙	0.04%	0.05%	0.07%	0.08%	0.06%	0.08%	0.07%	0.01%	-0.01%

资料来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

注：部分公司由于未上市或未披露广告收入，因而未纳入统计

2020Q1 公共卫生事件导致主要互联网公司广告收入基数较低，2021Q1 普遍高增长。从目前已经披露的公司来看，线下类广告增速回暖明显，分众传媒（YoY+85.4%），电商类如阿里巴巴（YoY+43.5%）、京东（YoY+48.2%）恢复速度较高，哔哩哔哩出圈获得更多广告主认可，取得了高增长（YoY+233.5%）。我们预计未来广告增速有望保持。

图 47、2021Q1 部分互联网公司广告相关收入增速



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

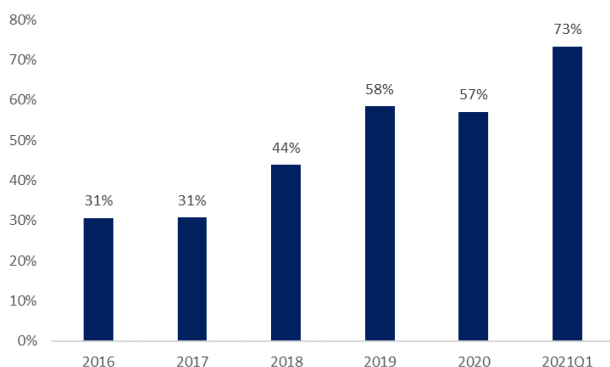
4.2、俘获消费者心智，分众传媒价值凸显

4.2.1、效果类广告 ROI 下滑，品牌广告主预算提升

在广告营销中，广告主所投放的广告类别基本分为效果类广告和品牌广告。效果类广告由于可以直接促成用户购买产品，且广告投入效果可以监测，近年来备受广告主喜爱。但也使得流量成本激增，效果类广告 ROI 下滑。

以三七互娱为例（游戏广告多投放为效果广告，且三七互娱是游戏买量的典型公司），从销售费用率可以看出，其近年来游戏广告投入的 ROI 持续降低。过高的游戏买量成本极大的压缩了公司的盈利空间，2020 年下半年以来投入的广告费用难以有效转为营业收入，使得公司净利润明显下滑。三七互娱 20Q3/20Q4/21Q1 营收分别是 33.01/31.10/38.18 亿元，同比下滑 5.39%/15.19%/12.09%。归母净利润为 5.60/5.01/1.17 亿元，同比变动+7.22%/-10.41%/-83.98%。

图 48、三七互娱的销售费用率持续上升



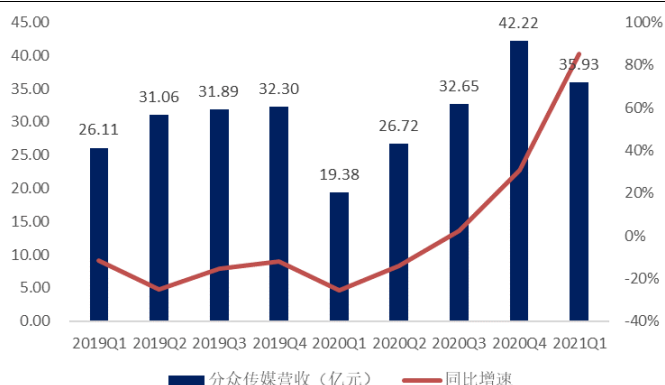
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 30 -

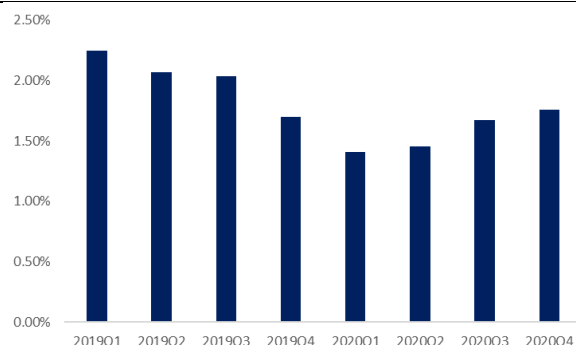
基于效果类广告的 ROI 下滑，更多的广告预算转移到品牌广告上。分众传媒作为品牌广告的主要投放渠道，其营业收入和广告市场份额自 2020 年下半年以来持续增长。

图 49、分众传媒各季度营收



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 50、分众传媒各季度广告相对份额占比



资料来源：广告媒体上市公司财报整理，兴业证券经济与金融研究院整理

4.2.2、国潮趋势下，分众传媒提价扩屏处于业绩增长通道

消费升级，分众助力新消费新国货崛起。随着国内宏观经济的整体回暖，新消费品赛道高速增长，众多国潮品牌引爆案例让公司在新消费行业的崛起浪潮中占据了十分重要的位置，提升了公司媒体资源的整体刊挂率。1) 日化：除娇韵诗、倩碧等传统日化品牌外，20 年以来花西子、润百颜、完美日记、云南白药、好易康等新国货美妆日化密集投放。2) 餐饮：元气森林、小仙炖、新米粥、自嗨锅等新国货餐饮通过分众打开知名度，乌江榨菜等传统餐饮通过分众重焕活力。3) 其他：近期 Ulike 脱毛仪、SKG 按摩仪等小家电开启投放；波司登带动九牧王、利郎等传统服装品牌投放；保健类朗迪钙带动汤臣倍健等品牌投放。

从 2021 年 3 月分众传媒的月度 TOP20 广告主中也可以看出，更多消费品牌开始在分众传媒上投放广告。

图 51、2021 年 3 月电梯 LCD 广告月度花费 TOP20 品牌排名

2021年3月电梯LCD广告月度花费TOP20品牌排名				
排名	品牌	同比	排名	品牌
1	BOSS直聘	128.7%	11	团油
2	新氧	>1000%	12	天鹅到家
3	简爱	New	13	SKG
4	饿了么	New	14	IBABY
5	滴滴	New	15	巴比
6	58同城	23.9%	16	天猫
7	ULIKE	New	17	肯德基
8	乌江榨菜	New	18	竹叶青
9	小天才	310.4%	19	猎聘
10	智联招聘	-36.6%	20	业之峰诺华

资料来源：CTR，兴业证券经济与金融研究院整理

图 52、2021 年 3 月电梯海报广告月度花费 TOP20 品牌排名

2021年3月电梯海报广告月度花费TOP20品牌排名				
排名	品牌	同比	排名	品牌
1	饿了么	New	11	舒达
2	乌江榨菜	New	12	惠氏
3	新氧	524.7%	13	江中
4	蒙牛	125.2%	14	苏宁
5	天鹅到家	New	15	中国移动通信
6	天猫	New	16	雷克萨斯
7	大麦	New	17	长安福特
8	君乐宝	187.6%	18	共青城
9	飞鹤	>1000%	19	广汽丰田
10	贝特佳	New	20	天弘基金

资料来源：CTR，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

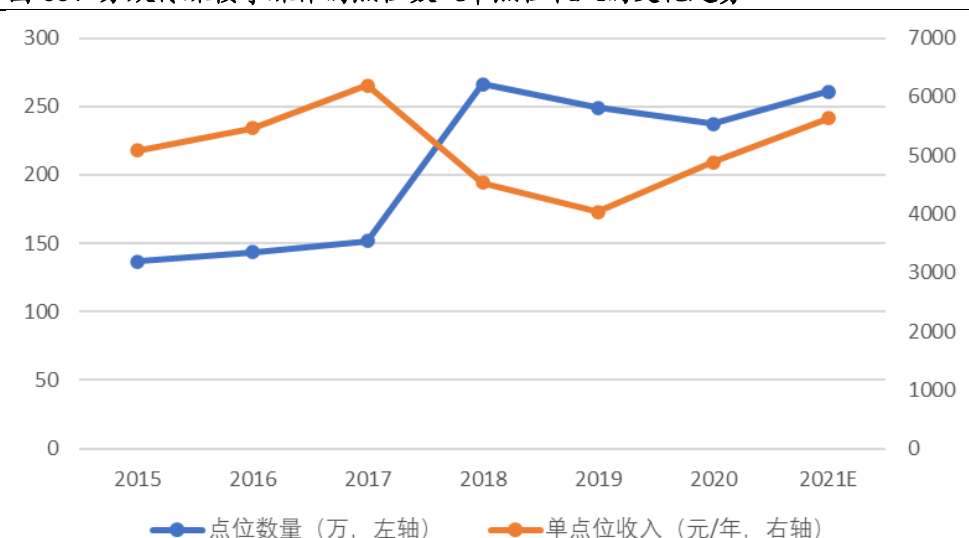
提价+扩屏，分众传媒处于业绩增长通道。截至2021年3月末，公司电梯电视媒体自营设备约70.6万台，公司电梯海报媒体约168.4万个，共计239万个终端，相比2020年底增加了1.9万个终端。公司目标是2021年底达到4亿以上人口的覆盖、10亿次日曝光，3-5年后达到5亿主流人群的覆盖。我们预计2021年公司点位增加10%左右，在加固一二线城市点位的基础上积极向三四线城市扩张。同时，公司预计将在今年7月份刊例价提价10%。由于目前的实际落地价与历史最高值仍有较大空间，预计公司未来每年提价1-2次，每次提价8%-10%。目前分众传媒受益于国货崛起及品牌广告预算的提升，整体刊挂率维持在较高水平。当前背景下，提价+扩屏使得公司处于业绩增长快车道。

表 9、公司自营媒体资源数量（万）

媒体资源类型	覆盖城市	2019-12-31	2020-12-31	变动幅度	2021-03-31	变动幅度
电梯电视媒体	一线城市	19.3	18.3	-5.20%	18.6	1.60%
	二线城市	38.3	35.9	-6.30%	37.6	4.70%
	三线及以下城市	9.2	6.8	-26.10%	6.6	-2.90%
	境外	4.1	7.3	78.00%	7.8	6.80%
	小计	70.9	68.3	-3.70%	70.6	3.40%
电梯海报媒体	一线城市	43.6	41.2	-5.50%	40.9	-0.70%
	二线城市	95.8	97.4	1.70%	99.1	1.70%
	三线及以下城市	38.6	30.2	-21.80%	28.4	-6.00%
	小计	178	168.8	-5.20%	168.4	-0.20%
合计		248.9	237.1	-4.70%	239	0.80%

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 53、分众传媒楼宇媒体的点位数及单点位收入的变化趋势



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

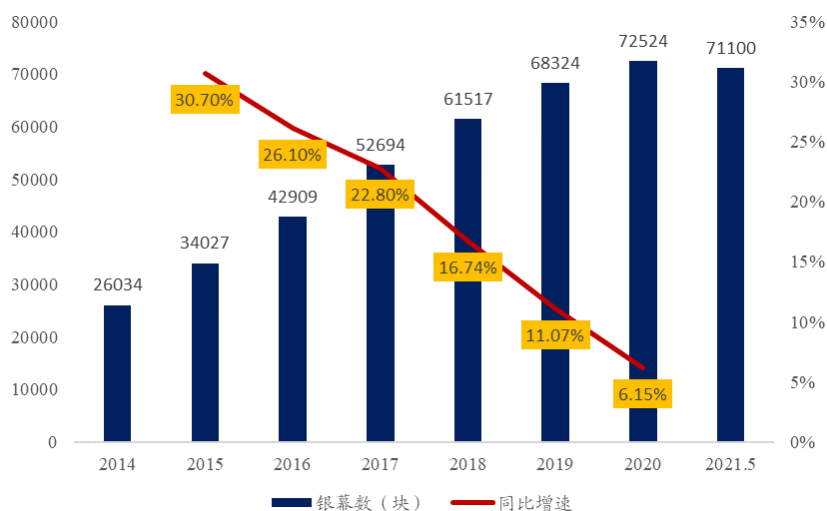
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

5、电影：龙头院线市占率提升，观影需求持续复苏

5.1、疫情加速供需改善的进程，龙头院线市占率提升

根据灯塔数据，截止 2021 年 5 月底全国银幕数 7.1 万块，相较去年末减少约 1500 块，银幕数出现了首次下降，而龙头院线的市占率明显提升。

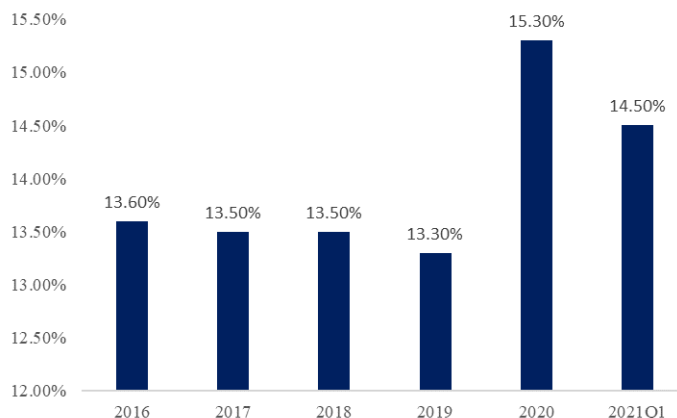
图 54、灯塔数据银幕数及同比增速



资料来源：灯塔专业版，兴业证券经济与金融研究院整理

龙头院线市占率提升。根据万达电影财报披露，2020 年公司旗下影院（含特许经营加盟）市场占有率为 15.3%，2021 年除春节档受溢出效应影响较大之外，市场份额较往年同期有较高提升，其中 3 月市场占有率达到 17.8%，21Q1 整体市占率 14.5%。

图 55、万达电影 2016-2021Q1 电影票房市占率变动



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

5.2、观影需求复苏显著，国产电影票房受益

国内观影需求已经复苏，受限于进口片供给不足，整体票房复苏尚缓。从观影需求来看，2021年春节档和五一档票房相较2019年分别增长了33%和4%，2021年1-5月国产片票房204亿元，同比增长47%，观影需求复苏显著。但由于进口片供给仍短缺，2021年1-5月整体票房255亿元，相较2019年同期下滑6%。

从进口片票房月度统计中可以看出，3-6月是进口片票房大月，进口片2019年3-6月的票房占比分别为84%、76%、91%、76%，而由于高质量进口片供给不足，2021年3-5月进口片票房占比仅为45%、39%、37%。

图 56、2019 和 2021 年 1-5 月进口片及国产片票房情况

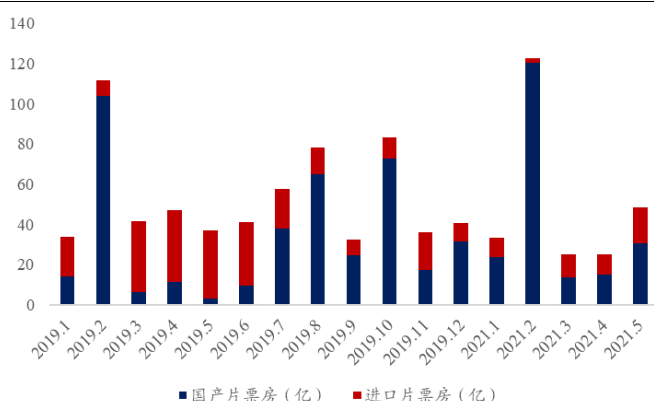
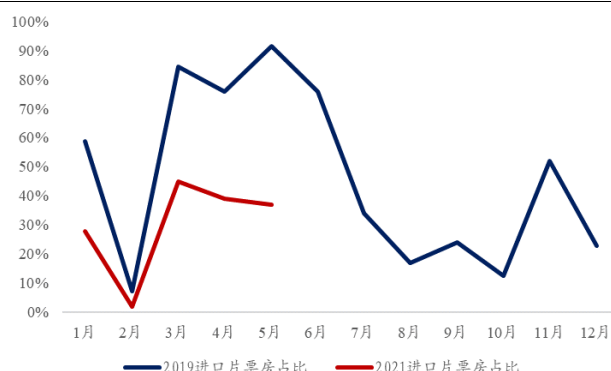


图 57、2019 和 2021 年进口片票房占比情况

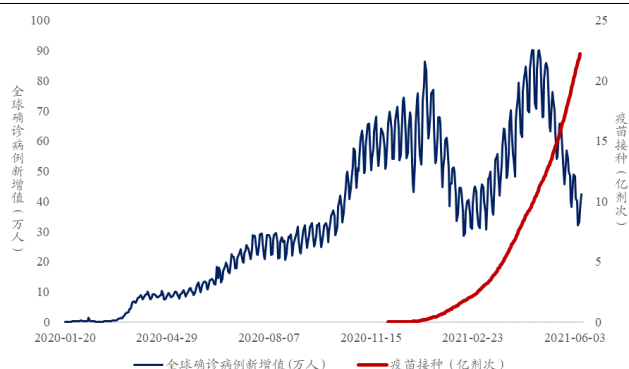


资料来源：灯塔专业版，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：灯塔专业版，兴业证券经济与金融研究院整理

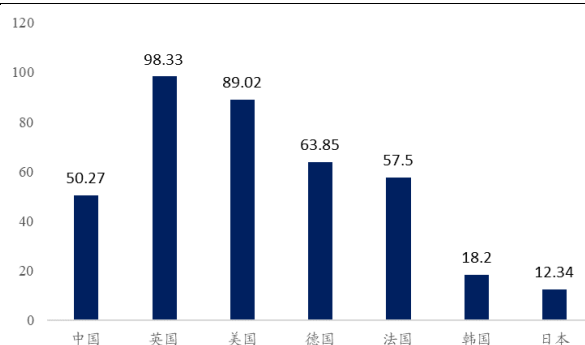
中长期来看随着海外注射疫苗的比例持续提升，海外电影行业逐渐复苏，高质量进口片的供给有望逐渐恢复。2021年2-4月，部分地区出现疫情反弹趋势，同时全球疫苗接种人数大幅上升，随后5月新增确诊病例有所下降。目前，全球疫苗接种超过22亿次，其中英美国家疫苗接种率较高。根据我国影片票房排名统计数据，我国高票房进口片有较大部分来自北美及欧洲国家，随着欧美主要国家的疫苗接种率上升、疫情好转加速，优质进口片供给恢复有望。

图 58、全球新冠疫苗接种剂次与新增确诊人数



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 59、截止 2021 年 5 月，全球主要国家每百人新冠疫苗接种量（剂次）



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

北美高质量影片储备丰富，疫情好转后静待影片陆续上映。2021 下半年北美地区多部高质量影片公布上映日期，如《黑寡妇》、《007：无暇赴死》、《毒液 2：屠杀开始》、《壮志凌云 2：独行侠》、《蜘蛛侠 3》等。从影片阵容来看，2021 年下半年高质量影片储备丰富。

表 10、2021 年即将上映片单出品公司及代表作

主要出品公司	2021 年下半年片单	2019 作品
漫威影业	《黑寡妇》、《毒液 2：屠杀开始》、《永恒族》	《复仇者联盟 4：终局之战》、《惊奇队长》、《X 战警：黑凤凰》
腾讯影业	《壮志凌云 2：独行侠》	《终结者：黑暗命运》
索尼影视娱乐公司	《蜘蛛侠 3》、《超能敢死队》	《好莱坞往事》、《黑衣人：全球追缉》、《小妇人》
二十世纪福克斯电影公司	《失控玩家》、《王牌特工：源起》	《阿丽塔：战斗天使》、《极速车王》、《变身特工》
米高梅电影公司（美国）等	《007：无暇赴死》	-
华纳兄弟影片公司 美国	《X 特遣队：全员集结》、《空中大灌篮 2：新传奇》、《黑客帝国 4》	《哥斯拉 2：怪兽之王》、《安娜贝尔 3：回家》、《乐高电影 2》
梦工厂动画公司	《宝贝老板》	《1917》
美国派拉蒙影片公司	《汪汪队立大功大电影》	《亚当斯一家》
美国环球影片公司	《特种部队：蛇眼起源》、《欢乐好声音 2》	《我们》、《玻璃先生》

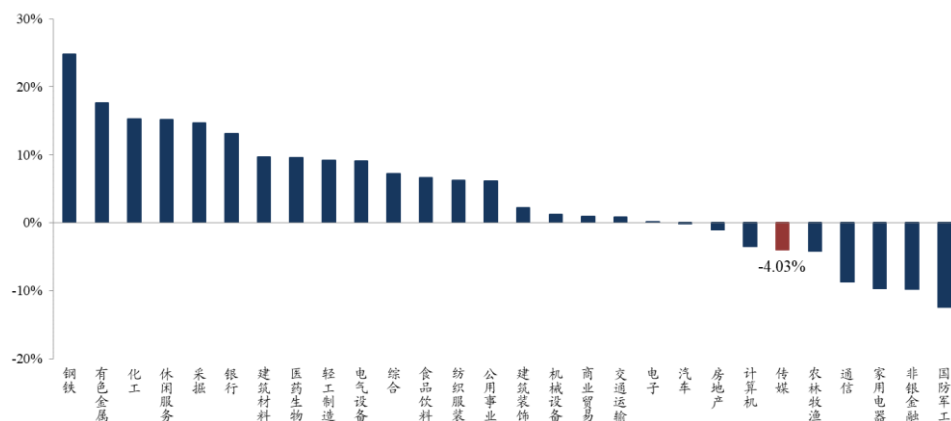
资料来源：Box Office Mojo，灯塔专业版，兴业证券经济与金融研究院整理

6、投资策略：优选优质赛道龙头公司

6.1、板块行情回顾

传媒行业 2021 年初至 2021.5.31 日下跌 4.03%，位居全行业第 23 位。

图 60、SW 传媒 21 年 1-5 月涨幅排位第 23（截止 2021.5.31）



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

从子板块和个股来看，21 年 1-5 月传媒行业并无明显的板块机会，主要是部分个股存在独立行情。

- **游戏板块：**21 年 1-5 月 A 股游戏板块除游族网络和吉比特涨幅较大外，整体呈下跌状态，而美港股则涨幅巨大。21Q1 中国移动游戏收入 588 亿元，同比增长 6.2%，主要是因为去年同期高基数的影响，增速明显放缓。同时，由于游戏买量成本的高企，21 年一季度 A 股游戏公司盈利能力普遍大幅下滑。展望下半年，高基数的影响基本退去，部分游戏公司正处在产品释放周期，业绩预计将明显回暖。同时 A 股游戏公司 21 年市盈率整体在 20 倍左右，横向比较其他板块具有投资性价比。A 股推荐完美世界和吉比特，港股推荐腾讯控股和心动公司。

表 11、传媒主要公司按子行业分类后涨跌幅概览—游戏板块

子板块	证券代码	证券简称	21 年初-5 月底涨跌幅 (%)	21 年 1-2 月涨跌幅 (%)	21 年 3 月涨跌幅 (%)	21 年 4-5 月涨跌幅 (%)
A 股	002174.SZ	游族网络	38.30	-18.47	10.25	53.85
	603444.SH	吉比特	17.95	-26.75	19.27	35.00
	002602.SZ	世纪华通	-7.31	-11.67	13.54	-7.57
	002555.SZ	三七互娱	-22.38	-9.86	-21.99	10.38
	300418.SZ	昆仑万维	-4.21	16.34	2.15	-19.40
	002624.SZ	完美世界	-27.28	-20.00	-16.19	8.45
美港股	00700.HK	腾讯控股	10.05	17.46	-7.92	1.75
	NTES.O	网易	23.21	14.70	-5.95	14.21
	02400.HK	心动公司	34.26	47.28	-31.88	33.83

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

- **电商&品牌服务产业链。**2021 年春节后，随着美债收益率的上行及反垄断法的实施，互联网公司的估值出现明显下滑。基于此，阿里/拼多多、京东、快手等股价自春节后明显下滑。A 股方面，受益于部分中小市值公司受到资金青睐，出现涨跌不一的局面。中广天择、星期六涨幅较高，天下秀、壹网壹创跌幅较大。我们认为，A 股的电商板块具有比较明显的主题投资性，重点关注 618 电商节等时间点。对于美港股的互联网公司来说，目前的矛盾点仍在于通胀预期美联储加息节奏以及反垄断法的后续影响。但我们认为，当前的估值水平已经较为充分的反映了市场的悲观预期，互联网公司的估值下杀接近尾声。

表 12、传媒主要公司按子行业分类后涨跌幅概览——电商&品牌服务产业链

子板块	证券代码	证券简称	21 年初-5 月底涨跌幅 (%)	21 年 1-2 月涨跌幅 (%)	21 年 3 月涨跌幅 (%)	21 年 4 -5 月涨跌幅 (%)
A 股	002878.SZ	元隆雅图	-6.57	-13.96	9.89	-1.18
	603721.SH	中广天择	98.97	-13.19	-2.93	136.10
	002291.SZ	星期六	34.28	6.44	3.60	21.77
	600556.SH	天下秀	-10.91	-3.40	-18.33	12.93
	300058.SZ	蓝色光标	7.50	3.33	3.55	0.47
	300792.SZ	壹网壹创	-18.64	2.81	-22.47	2.07
	300785.SZ	值得买	22.80	-6.27	-5.40	38.50
美港股	BABA.N	阿里巴巴	-8.07	2.16	-4.64	-5.63
	PDD.O	拼多多	-29.71	-3.66	-21.78	-6.72
	JD.O	京东	-15.88	6.79	-10.16	-12.32
	01024.HK	快手-W	-35.23	168.52	-12.56	-28.04

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

- **线下媒体板块**，包含楼宇媒体和影院。楼宇媒体随着经济的快速恢复，品牌广告主的投入预算持续加大，分众传媒进入收入高增长，成本相对可控的业绩高增长区间。虽然教育类广告下架影响部分业绩，但占比较低。随着国货崛起的浪潮，分众传媒未来两年的业绩仍值得期待。电影方面，目前观影需求显著复苏，国产电影已经基本恢复，而进口片票房因供给不足复苏较弱。

表 13、传媒主要公司按子行业分类后涨跌幅概览——线下媒体板块

子板块	证券代码	证券简称	21 年初-5 月底涨跌幅 (%)	21 年 1-2 月涨跌幅 (%)	21 年 3 月涨跌幅 (%)	21 年 4 -5 月涨跌幅 (%)
生活圈媒体	002027.SZ	分众传媒	3.75	10.94	-15.25	10.34
影视板块	300027.SZ	华谊兄弟	-16.51	-8.84	-3.32	-5.28
	000802.SZ	北京文化	-32.54	-5.28	-1.98	-27.34
	300251.SZ	光线传媒	4.89	12.51	-11.78	5.68
院线板块	601595.SH	上海电影	21.63	3.39	12.06	4.98
	600977.SH	中国电影	3.61	6.90	6.38	-8.89
	603103.SH	横店影视	-16.71	-24.62	12.60	-1.88
	002739.SZ	万达电影	-7.47	5.64	-4.50	-8.28

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

- **视频板块** A 股主要是芒果超媒，美股主要是爱奇艺、哔哩哔哩以及斗鱼、虎牙、欢聚时代等直播平台。出于对通胀后流动性收紧的担忧，视频平台公司春节后普遍大跌，芒果超媒 4 月后开始上涨，主要是内容产品线开始步入释放期，平台用户数开始回暖，同时一季度业绩高企提振信心。展望下半年，

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 37 -

芒果超媒已经步入内容释放周期，新一轮优质的内容的播出将使得平台用户数据和业绩双增，叠加预计到来的互联网公司估值的整体修复，看好芒果超媒在 Q2Q3 的表现。

表 14、传媒主要公司按子行业分类后涨跌幅概览—视频板块

子板块	证券代码	证券简称	21 年初-5 月底涨跌幅 (%)	21 年 1-2 月涨跌幅 (%)	21 年 3 月涨跌幅 (%)	21 年 4 -5 月涨跌幅 (%)
A 股	300413.SZ	芒果超媒	1.79	-11.52	-9.40	26.98
美港股	IQ.O	爱奇艺	-18.42	44.91	-34.39	-14.20
	BILI.O	哔哩哔哩	25.03	46.96	-15.01	0.11
	DOYU.O	斗鱼	-28.57	29.66	-27.41	-24.11
	HUYA.N	虎牙直播	-23.23	32.21	-26.07	-21.46
	YY.O	欢聚时代	-3.29	47.41	-20.50	-17.47

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

6.2、投资观点：优选景气度高、具有估值优势的子行业龙头

- **长视频：**长视频的整体用户时长的下滑趋势减弱，用户基本盘开始逐渐稳固，关注用户 APRU 提升后视频平台的盈利改善。截止 2020 年 12 月长视频在国内移动互联网各细分赛道的时长占比为 6.8%，下滑趋势明显减弱。同时爱奇艺和腾讯视频相继提高会员价，预计未来长视频用户 APRU 将有显著提升，在品牌广告回暖以及单剧集整体可控的情况下，长视频平台的盈利有望改善。**推荐芒果超媒**，芒果超媒依托内容成本优势和品牌粘性突围，我们预计芒果超媒的综艺优势稳固，电视剧生态有望持续超预期，芒果平台具有高成长性。同时芒果基于品牌粘性优势，继续拓展小芒电商、剧本杀密室等外延变现方式，商业变现潜力巨大。
- **短视频：**内容视频化时代下，短视频加速商业变现。2020 年 12 月短视频在国内移动互联网各细分赛道的时长占比提升至 21.1%，仅次于即时通讯的 23.5%。随着抖音、快手持续向三四线城市下沉以及微信视频号的扩张，短视频赛道将拥有移动互联网最大的流量，商业变现潜力巨大。
- **游戏：**产品周期开启，估值有望持续修复。游戏工委数据显示，2020 年中国游戏市场规模为 2786.9 亿元，同比增长 20.7%，2021Q1 为 770.35 亿元，同比增长 5.32%，增长主要受移动游戏拉动，其中 2020 年中国移动游戏市场规模为 2096.76 亿元，同比增长 32.61%，2021Q1 为 588.3 亿元，同比增长 6.2%。在去年高基数下目前行业景气度低，部分龙头公司估值处于历史低位，是可以重点把握的价值成长股。**建议短中期关注业绩确定性较强的吉比特**，下半年建议关注重磅游戏陆续上线的完美世界，以及业绩进入回收期的三七互娱。
- **广告：**后疫情时代广告市场持续回暖，在流量成本持续攀升的背景下，品牌广告预算逐渐增加，作为品牌广告投放主阵地的梯媒正处于高景气。根据 2020 年 CTR 数据，广告市场刊例花费同比下降 11.6%，但楼宇 LCD 和楼宇海

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 38 -

报的刊例花费逆势增长 23.8%和 28.9%。**推荐分众传媒**，分众传媒作为梯媒赛道的领跑者，近年来持续调整广告主结构向消费类客户转移，享受梯媒赛道高景气 and 国潮崛起的双重红利。公司自身也借此机遇扩屏提价，未来业绩高增长。

电影：疫情加速供需改善的进程，龙头院线市占率提升；观影需求复苏显著，国产电影票房受益。根据灯塔数据，截止 2021 年 5 月底全国银幕数 7.1 万块，相较去年末减少约 1500 块，银幕数出现了首次下降，而龙头院线的市占率明显提升。从观影需求来看，2021 年春节档和五一档票房相较 2019 年分别增长了 33%和 4%，观影需求复苏显著。由于进口片供给仍短缺，2021 年 1-5 月票房 255 亿元，相较 2019 年同期下滑 6%。但国产片票房 204 亿元，同比增长 47%。中长期来看随着海外注射疫苗的比例持续提升，高质量进口片的供给有望逐渐恢复，短期来看，国产片票房受益于观影需求的复苏。**推荐国产电影龙头光线传媒，下半年建议关注有望受益于进口片回暖的万达电影。**

重点推荐公司：

- **芒果超媒**：凭借创新基因和优秀机制仍然具备高成长性，后续综艺/剧集产品线值得期待。同时公司多元变现进入新一轮探索期，除了广告和会员收入外，公司积极探索电商和剧本杀等平台品牌外延的变现手段，第四增长极即将到来。预计公司 2021/2022/2023 年 EPS 为 1.33/1.75/2.27 元，6 月 14 日收盘价对应 PE 为 52/40/31 倍，维持“买入”评级。
- **吉比特**：新游戏表现亮眼，后续储备丰富，业绩值得期待。《一念逍遥》2 月 1 日上线，上线首月 IOS 游戏畅销榜平均排名为第 10 名，最高至第 5 名，后续储备丰富，未来精品游戏包括《摩尔庄园》（6 月 1 日上线）、《了不起的飞剑》等。我们看好《问道手游》长线运营能力以及《一念逍遥》等新游上线的表现，预计公司 2021/22/23 年 EPS 为 19.32/22.20/24.66 元，6 月 14 日收盘价对应 PE 为 28/25/22 倍，维持“审慎增持”评级。
- **完美世界**：公司精品手游不断，2021 年重磅产品储备丰富，在买量的加持下，业绩有望快速释放，随着云游戏等的发展，公司作为 A 股研发龙头，有望坐享内容升级所带来的红利，进一步提升公司估值水平。根据 wind 一致预期，公司 2021/22/23 年 EPS 为 1.28/1.58/1.83 元，6 月 14 日收盘价对应 PE 为 17/13/12 倍，维持“审慎增持”评级。
- **三七互娱**：期待公司自研实力登上新台阶与出海业务的发力，预计公司 2021/22/23 年 EPS 为 1.37/1.66/1.85 元，6 月 14 日收盘价对应 PE 为 19/16/14 倍，维持“审慎增持”评级。
- **分众传媒**：随着广告主预算逐渐转向品牌广告，梯媒全年有望保持高景气度。同时分众传媒近年持续改善广告主结构，日用消费已经成为第一大客户，降低了公司周期属性的同时，使得公司尽享国潮红利。提价+扩屏进一步释放公司业绩潜力，预计公司 2021/22/23 年 EPS 为 0.42/0.50/0.58 元，6 月 14 日收盘价对应 PE 为 23/19/17 倍，维持“审慎增持”评级。
- **光线传媒**：观影需求已经复苏，公司丰富的项目储备保障了公司未来业绩的

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 39 -

持续性。我们持续看好公司在动画电影行业的龙头的地位。预计公司 2021-2023 年 EPS 为 0.37/0.43/0.47 元, 6 月 14 日收盘价对应 PE 为 31/27/24 倍, 维持“审慎增持”评级。

- **万达电影**: 影院供给改善背景下公司市占率提升, 随着影院票房回暖及公司商誉风险的释放, 预计 2021-2023 年 EPS 为 0.71/0.92/1.04 元, 6 月 14 日收盘价对应 PE 为 22/17/15 倍, 维持公司“审慎增持”评级。

表 15、重点公司盈利预测与估值表 (根据 6 月 14 日行情)

代码	公司	评级	市值 (亿元)	EPS (元)				PE				PB
				2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E	
300413	芒果超媒	买入	1,243	1.11	1.33	1.75	2.27	63	52	40	31	10.9
603444	吉比特	审慎增持	394	14.56	19.32	22.20	24.66	38	28	25	22	9.4
002624	完美世界	审慎增持	411	0.80	1.28	1.58	1.83	26	17	13	12	3.7
002555	三七互娱	审慎增持	571	1.24	1.37	1.66	1.85	21	19	16	14	6.3
002027	分众传媒	审慎增持	1,419	0.27	0.42	0.50	0.58	36	23	19	17	7.7
300251	光线传媒	审慎增持	336	0.10	0.37	0.43	0.47	115	31	27	24	3.6
002739	万达电影	审慎增持	350	-2.99	0.71	0.92	1.04	-5	22	17	15	3.6

资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

注: 完美世界 EPS 为 wind 一致预期

7、风险提示:

政策监管风险: 传媒行业受政策和监管影响较大, 若内容监管趋严将对传媒行业产生不利影响;

宏观经济风险: 广告行业和宏观经济相关性大, 若经济不景气将对广告行业产生较大影响。

产品表现不及预期: 传媒行业内容类公司较多, 产品表现不及预期将相关公司产生不利影响;

疫情反复风险: 电影院线行业因为密闭且人多的观影环境受疫情影响较大。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	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的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	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
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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相关的其他任何损失承担任何责任。

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，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 41 -