

震荡行情下继续看好游戏、视频、电商龙头

—互联网&传媒上市公司 2020 年中报总结

推荐 (维持)

2020 年 9 月 7 日

重点公司

重点公司	19A	20E	评级
芒果超媒	0.65	0.85	买入
分众传媒	0.13	0.14	审慎增持
吉比特	11.26	15.36	审慎增持
三七互娱	1.00	1.51	审慎增持
完美世界	1.16	1.23	审慎增持

相关报告

分析师:

丁婉贝

dingwanbei@xyzq.com.cn

S0190515020001

刘跃

liuyue@xyzq.com.cn

S0190517090001

李阳

liyangyjs@xyzq.com.cn

S0190518080004

投资要点

- SW 传媒指数年初至今 (截止 9.6 日) 上涨 30.16%，跑赢沪深 300 指数 13.72 个百分点，列 28 个一级行业第 9 位，板块相对收益突出。其中我们持续推荐的游戏板块、新媒体平台表现亮眼。从公募基金持仓情况来看，19Q2 是传媒股仓位最低谷，此后传媒仓位均持续提升。20Q2 传媒行业重仓持股市值前十大股票仍集中在新媒体平台和游戏板块，占据 7 席。分别是芒果超媒、三七互娱、完美世界、吉比特、掌趣科技和新媒股份，公募基金重仓持股占其股票流通股的比例分别是 27.27%、15.32%、12.25%、7.91%、14.75%、19.62%。同时，随着疫情的逐渐消退，分众传媒 Q2 获得公募基金青睐，加仓 0.96 亿股至 13 亿股。
- 投资观点：中报已经披露完毕，绩优龙头业绩普遍表现优异，我们继续推荐优选赛道的龙头公司，建议重点把握视频、游戏、生活圈媒体的行业龙头。
- 生活圈媒体：【分众传媒】电梯点位持续优化收缩，且客户结构向消费客户转移，叠加竞争格局改善及复工复产后收入端的持续回暖，后续公司业绩具有向上高弹性。
- 游戏：2020H1 移动游戏行业规模达 1046.73 亿元，同比增长 35.81%，移动游戏占游戏市场比例为 75.04%。游戏出海+买量驱动精品研发+发行格局改善将成为中期投资主线，而云游戏有望成为游戏龙头公司长期发展主线。横向对比来看，全市场增速较快的行业中游戏龙头的估值仍具吸引力，重点推荐龙头公司【三七互娱】、【完美世界】、【吉比特】和【世纪华通】，以及港股【腾讯控股】、【网易】、【心动公司】。
- 长视频：【芒果超媒】在整体长视频用户增长接近天花板的背景下，芒果 TV 凭借综艺/剧集生态的持续向好，及大芒计划等多元布局弯道超车跻身第三大视频网站。我们保持对芒果 TV 内容生态和 KOL 生态有望超预期的判断，维持重点推荐。同时大芒计划作为初步形态未来将进一步延展到内容电商。今年 8 月底芒果 TV 的电商中心宣布成立，电商生态预计将于 2021 年落地，有望成为公司业绩增长第四极。【哔哩哔哩】持续注重在平台内容运营上的投入，我们判断 B 站在破圈及用户下沉仍有较大空间，其独特的文化内核和平台生态是 B 站坚固的城墙，可以有效抵御短视频的冲击。从短期来看，B 站破圈仍未结束，用户数将继续增长，从长期来看，虽然用户增长存在天花板，但由于平台生态所形成的用户高粘性会成为 B 站未来商业化成长的坚实后盾，建议积极关注。
- 短视频：短视频是目前互联网增量的主要贡献者，且随着电商模式的逐渐成熟，行业变现前景广阔。其中 B 站作为目前国内唯一上市的短内容平台，以二次元为核心，UP 主生态的多元化崛起拉动出圈，MAU 和 DAU 进入爆发式增长期。后续直播及增值服务、电商、广告等多元化变现手段具备增值潜力。

风险提示：新游戏低于预期，影视作品低于预期，政策监管趋严。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



每日免费获取报告

- 1、每日微信群内分享**7+**最新重磅报告；
- 2、每日分享当日**华尔街日报**、金融时报；
- 3、每周分享**经济学人**
- 4、行研报告均为公开版，权利归原作者所有，起点财经仅分发做内部学习。

扫一扫二维码

关注公众号

回复：**研究报告**

加入“起点财经”微信群。。



目 录

1、广告：互联网持续加速渗透，生活圈地盘稳固.....	4 -
1.1、一二季度互联网公司广告情况数据分析.....	4 -
1.2、生活圈媒体触底反弹，看好分众传媒成本持续缩减和竞争格局改善后的利润弹性.....	6 -
2、游戏：格局进一步向龙头集中.....	8 -
2.1、各家上市游戏公司中报数据解读.....	8 -
2.2、版号平稳，受疫情影响手游行业加速增长.....	13 -
3、视频：芒果逆势高增长，弯道超车跻身第三大视频网站.....	15 -
3.1、芒果超媒广告收入继续逆势增长；付费会员数持续追赶.....	15 -
3.2、芒果超媒三箭齐发乘风破浪，后续电商生态即将发力.....	17 -
4、短视频：短视频已经成为互联网增量主力军，B 站切入直播、电商生态后收获广阔变现场景.....	18 -
4.1、B 站以 UP 主生态为核心拥抱短视频红利，驶入用户破圈快车道.....	18 -
4.2、短视频行业仍高速发展，微信视频号切入后格局由双雄争霸转向三足鼎立.....	21 -
5、板块表现及投资建议.....	23 -
5.1、20H1 传媒股表现较好，游戏板块和新媒体平台领跑.....	23 -
5.2、20Q2 游戏&新媒体平台继续受基金青睐.....	24 -
5.3、投资观点和重点推荐.....	24 -
6、风险提示.....	26 -
图 1、上市互联网媒体（不含字节跳动与分众传媒）广告收入总和及增速（百万元）.....	4 -
图 2、上市互联网媒体（含字节跳动）广告收入总和及增速（百万元）.....	4 -
图 3、分众传媒 A1-A4 某点位周度广告主总数（单位：个）.....	7 -
图 4、单季度营业收入及增速（单位：百万元）.....	8 -
图 5、单季度扣非后归母净利润及增速（单位：百万元）.....	8 -
图 6、三七互娱销售费用率维持高位，各大公司销售费用随产品节奏而变化.....	13 -
图 7、2018 年初至今游戏版号数量发放情况（截至 2020 年 8 月 30 日，单位：个）.....	13 -
图 8、2020 年至今游戏大厂的的游戏版号获得情况（截止 2020 年 8 月 30 日，单位：个）.....	14 -
图 9、中国移动游戏市场加速增长.....	14 -
图 10、整体视频网站月活用户变化情况（亿）.....	15 -
图 11、2020H1 视频网站日活情况（2020 年 6 月芒果 TV 日活超过优酷）.....	15 -
图 12、爱奇艺自 2018 年下半年以来，广告收入承压明显.....	16 -
图 13、芒果超媒广告收入仍继续保持增长.....	16 -
图 14、爱腾芒季度会员数对比（单位：万）.....	17 -
图 15、爱腾芒季度会员数同比增速对比.....	17 -
图 16、B 站各区视频播放量变化趋势.....	18 -
图 17、B 站季度平均月活数（单位：万）.....	19 -
图 18、B 站付费用户数（单位：万）.....	19 -
图 19、B 站用户破圈所带来的收入占比持续增长.....	20 -
图 20、B 站游戏收入及环比变化.....	20 -
图 21、B 站直播及增值收入及环比变化.....	20 -
图 22、B 站广告收入及环比变化.....	20 -
图 23、B 站电商及其他收入及环比变化.....	20 -

图 24、短视频行业月活用户数趋势	21 -
图 25、典型短视频 APP2020 年 6 月的移动端日活（万）	21 -
图 26、抖音快手日活变化趋势	22 -
图 27、抖音用户画像	22 -
图 28、SW 传媒 2020H1 涨幅排位第 9（截止 2020.9.6）	23 -
表 1、2018Q2-2020Q2 各季度广告收入前五公司（按广告收入规模排序）	4 -
表 2、截至 2019Q4 互联网媒体广告收入同比增速情况	5 -
表 3、截至 2020Q2 互联网媒体广告市场份额及变化	5 -
表 4、分众传媒楼宇媒体收入按客户行业分类	7 -
表 5、分众传媒公司分季度业绩对比（单位：百万元、元、%）	8 -
资料来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理	8 -
表 6、游戏板块主要上市公司 2019 年全年及 2020H1 业绩情况（单位：百万元）	9 -
表 7、2016H1-2020H1 各主要上市公司手游收入（亿元）	9 -
表 8、龙头游戏公司手游市场份额稳中有升	9 -
表 9、部分游戏公司重点产品储备	12 -
表 10、视频网站广告收入拆分及预测（亿元）	16 -
表 11、视频网站会员收入拆分及预测（仅统计付费会员数口径）	17 -
表 12、在线视频板块主要上市公司 20H1 业绩情况（单位：百万元）	18 -
YoY	18 -
表 13、B 站的经营指标跟踪表	19 -
表 14、快手电商抽成方式	23 -
表 15、抖音佣金收入结算规则	23 -
表 16、传媒各子板块重点公司涨幅情况（股价/市值为 9 月 6 日最新数据，货币单位为所处市场货币）	24 -
表 17、SW 传媒 2020Q2 主动型公募基金重仓股传媒行业持仓前十	24 -
表 18、兴证传媒重点推荐的传媒标的	25 -
表 19、兴证传媒重点推荐的 A 股传媒标的的中报业绩情况（单位：亿元）	25 -

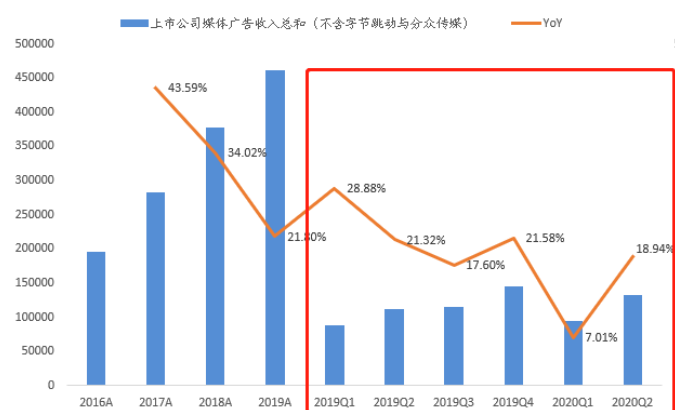
报告正文

1、广告：互联网持续加速渗透，生活圈地盘稳固

1.1、一二季度互联网公司广告情况数据分析

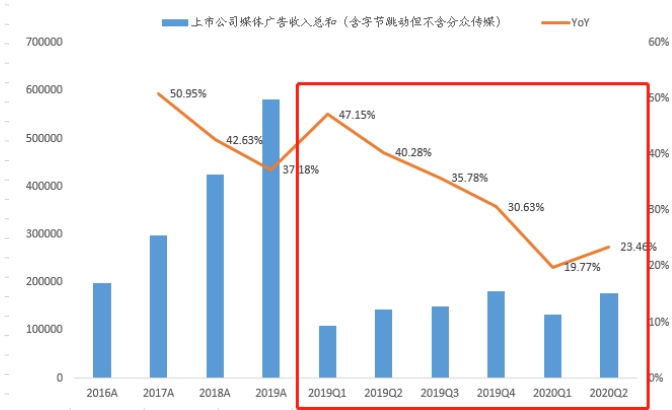
从各家互联网公司一、二季报汇总来看，总体广告收入回暖，互联网媒体收入仍维持较高增速。根据我们的持续跟踪，2020Q2 互联网上市媒体（不含字节跳动、分众传媒）广告收入总额 1333 亿元（YoY+18.94%），增速相比于 2020Q1 的 7.01% 有较大提升，触底反弹，若考虑字节跳动，我们估计 2020Q2 互联网广告市场规模达到 1762 亿元（YoY+23.46%）。

图 1、上市互联网媒体（不含字节跳动与分众传媒）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

图 2、上市互联网媒体（含字节跳动）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

CR5 格局不变。根据我们统计和估计，阿里巴巴（仅考虑中国核心电商零售）、字节跳动（估计值）、腾讯、百度、拼多多 2020Q2 广告收入分别为 514.34 亿元、429.03 亿元、185.52 亿元、170.36 亿元、110.55 亿元，位列 Q2 中国互联网广告媒体收入头部地位。

表 1、2018Q2-2020Q2 各季度广告收入前五公司（按广告收入规模排序）

排名	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2
1	阿里巴巴	阿里巴巴	阿里巴巴	阿里巴巴	阿里巴巴	阿里巴巴	阿里巴巴	阿里巴巴	阿里巴巴
2	百度	百度	百度	字节跳动	字节跳动	字节跳动	字节跳动	字节跳动	字节跳动
3	腾讯	腾讯	腾讯	百度	百度	百度	腾讯	腾讯	腾讯
4	字节跳动	字节跳动	字节跳动	腾讯	腾讯	腾讯	百度	百度	百度
5	分众传媒	分众传媒	拼多多	拼多多	拼多多	拼多多	拼多多	拼多多	拼多多

资料来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

电商类广告普遍高增长。阿里巴巴在 2020Q2 广告收入同比增长 22.6%，相比前几个季度有所放缓，不过对比 2020Q1 的 2.61% 的增速已经明显回升，所占互联网广

告市场份额达到 28.75%，拼多多仍处于高速发展期，2020Q2 广告收入增速达 70.94%，广告份额持续提升至 6.18%，美团点评在 2020Q2 广告收入增速达到 19.02%，市场份额也在稳步恢复中，达到 2.42%，我们预计京东 2020Q2 广告收入增速达到 33.80%，所对应的市场份额为 4.86%。

表 2、截至 2019Q4 互联网媒体广告收入同比增速情况

公司名称	2017A	2018A	2019A	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2
阿里巴巴中国核心零售 电商 CMR	50.22%	27.84%	26.02%	30.99%	26.93%	25.46%	23.48%	2.61%	22.60%
字节跳动（估、国内）	2115.34%	199.21%	162.55%	232.93%	227.55%	194.43%	87.19%	70.00%	40.00%
百度	0.72%	11.69%	-3.80%	3.18%	-7.65%	-8.55%	-0.59%	-18.22%	0.00%
腾讯控股	49.94%	43.62%	17.73%	25.15%	16.29%	13.04%	18.74%	32.41%	13.06%
京东（估）	131.21%	62.90%	49.54%	48.71%	41.16%	54.77%	53.26%	53.22%	33.80%
拼多多		852.27%	132.85%	256.32%	172.76%	125.66%	91.35%	39.10%	70.94%
快手（估）			174.84%	200.00%	200.00%	231.20%	121.50%	82.47%	122.33%
美团点评		99.75%	68.67%	91.23%	72.97%	61.85%	60.78%	0.13%	19.02%
分众传媒	17.63%	21.12%	-16.60%	-11.78%	-25.16%	-15.33%	-12.10%	-25.76%	-13.97%
58 同城	36.08%	38.54%	22.65%	30.09%	23.76%	20.12%	19.29%	3.04%	17.01%
小米集团		79.91%	5.94%	22.73%	0.00%	-9.38%	18.77%	17.39%	24.00%
微博	73.59%	49.99%	3.49%	23.55%	-3.08%	-0.37%	-0.50%	-16.92%	-1.10%
爱奇艺		14.33%	-11.34%	0.42%	-15.92%	-13.72%	-14.55%	-27.49%	0.00%
汽车之家	33.66%	11.93%	8.62%	15.26%	14.78%	6.87%	0.44%	-10.93%	-7.51%
搜狗	34.19%	27.51%	8.50%	13.81%	6.13%	16.16%	-0.21%	7.01%	-12.43%
趣头条	1428.48%	448.71%	92.42%	371.33%	209.19%	54.12%	27.29%	25.46%	5.46%
芒果 TV（估）		81.98%	38.12%	31.02%	151.61%	-0.50%	42.29%	-24.76%	52.91%
易车	14.26%	3.87%	-4.26%	13.91%	-5.41%	-12.55%	-7.99%	-13.56%	-13.70%
网易	11.90%	3.83%	-59.21%	-5.08%	-8.28%				
新浪	5.37%	-3.49%	-27.95%	-19.71%	-32.37%	-37.95%	-16.46%	-24.13%	-31.91%
凤凰新媒体	9.84%	-11.71%	5.73%	-11.07%	2.75%	16.90%	11.03%	0.00%	-11.82%
搜狐	-29.29%	-26.77%	-21.76%	-18.18%	-25.77%	-16.38%	-26.21%	-36.22%	-13.15%
哔哩哔哩		191.22%	76.28%	59.71%	74.98%	80.08%	81.09%	90.49%	107.81%
蘑菇街		-24.02%	-26.12%	-6.62%	-12.32%	-30.86%	-44.85%	-74.40%	-73.12%
虎牙	2240.24%	91.36%	80.56%	55.52%	91.27%	81.27%	92.13%	74.00%	48.55%

资料来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

表 3、截至 2020Q2 互联网媒体广告市场份额及变化

公司名称	2016A	2017A	2018A	2019A	2019Q2	2020Q1	2020Q2	同比 pct	环比 pct
阿里巴巴中国核心零售 电商 CMR	34.79%	35.00%	31.56%	29.37%	28.76%	23.10%	28.75%	-0.01%	5.66%
字节跳动（估、国内）	0.34%	5.01%	10.57%	20.49%	21.01%	28.34%	23.98%	2.97%	-4.35%
百度	31.11%	20.99%	16.53%	11.74%	11.68%	9.50%	9.52%	-2.16%	0.03%
腾讯控股	13.00%	13.06%	13.23%	11.50%	11.25%	13.24%	10.37%	-0.88%	-2.87%
京东（估）	2.16%	3.35%	3.85%	4.25%	4.45%	4.86%	4.86%	0.41%	0.00%
拼多多	0.00%	0.39%	2.62%	4.51%	4.43%	4.10%	6.18%	1.75%	2.08%
快手（估）	0.00%	0.00%	0.57%	1.16%	1.03%	2.05%	1.86%	0.84%	-0.18%
美团点评	0.00%	1.52%	2.14%	2.66%	2.49%	2.14%	2.42%	-0.07%	0.28%
分众传媒	4.92%	3.88%	3.31%	2.04%	2.13%	1.45%	1.49%	-0.64%	0.05%
58 同城	2.12%	1.93%	1.89%	1.71%	1.86%	1.49%	1.77%	-0.09%	0.28%
小米集团	0.00%	1.81%	2.30%	1.80%	1.71%	2.02%	1.73%	0.02%	-0.28%

微博	1.85%	2.15%	2.27%	1.74%	1.63%	1.46%	1.31%	-0.31%	-0.15%
爱奇艺	0.00%	2.63%	2.12%	1.39%	1.51%	1.15%	1.23%	-0.28%	0.08%
汽车之家	2.06%	1.84%	1.45%	1.17%	1.31%	0.92%	0.99%	-0.32%	0.07%
搜狗	1.92%	1.73%	1.56%	1.25%	1.30%	1.26%	0.93%	-0.37%	-0.33%
趣头条	0.02%	0.17%	0.64%	0.91%	0.93%	1.02%	0.80%	-0.13%	-0.22%
芒果TV (估)	0.00%	0.43%	0.55%	0.56%	0.46%	0.58%	0.57%	0.11%	-0.01%
易车	1.66%	1.27%	0.93%	0.66%	0.69%	0.58%	0.49%	-0.21%	-0.09%
网易	1.04%	0.78%	0.57%	0.17%	0.40%	0.00%	0.00%	-0.40%	0.00%
新浪	0.98%	0.69%	0.47%	0.25%	0.30%	0.18%	0.16%	-0.13%	-0.02%
凤凰新媒体	0.59%	0.44%	0.27%	0.21%	0.22%	0.16%	0.16%	-0.06%	0.00%
搜狐	1.44%	0.68%	0.35%	0.20%	0.21%	0.14%	0.15%	-0.06%	0.01%
哔哩哔哩	0.00%	0.05%	0.11%	0.14%	0.11%	0.16%	0.19%	0.08%	0.03%
蘑菇街	0.00%	0.17%	0.09%	0.05%	0.06%	0.01%	0.01%	-0.05%	0.00%
虎牙	0.00%	0.04%	0.05%	0.07%	0.06%	0.10%	0.05%	-0.01%	-0.05%

资料来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

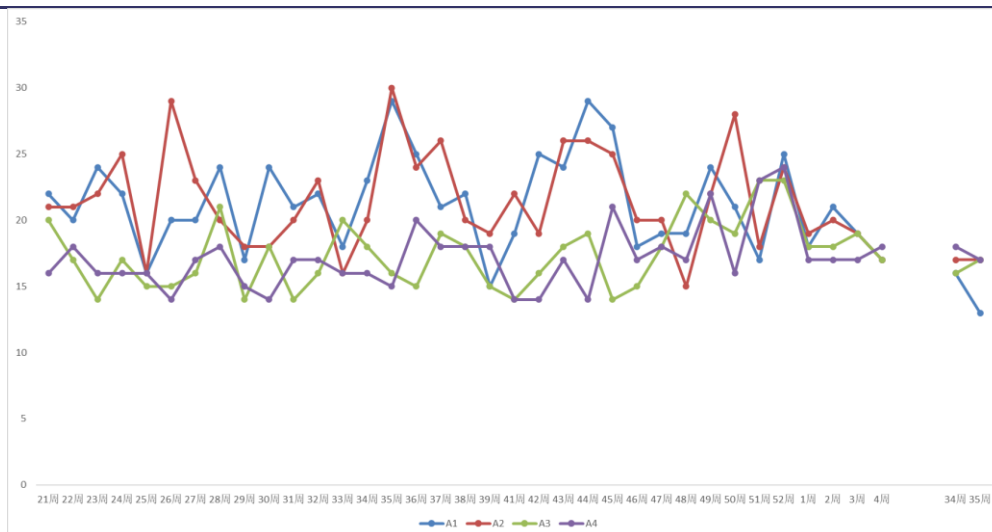
注：部分公司由于未上市或未披露广告收入，为估计值

1.2、生活圈媒体触底反弹，看好分众传媒成本持续缩减和竞争格局改善后的利润弹性

Q2 疫情影响逐渐消退，分众传媒收入环比止跌回升。2020Q1 公司受疫情影响较大，Q1 营收 19.38 亿元，同比下滑 25.76%，归母净利润 0.38 亿，同比下滑 88.87%；随着疫情的逐渐消退，Q2 公司业绩改善明显，Q2 营收为 26.72 亿元，同比下滑 13.95%，归母净利润 7.86 亿元，同比增长 79.53%。

分众传媒收入触底反弹，疫情影响逐渐消退。1) 从我们跟踪的分众传媒 A1-A4 电梯媒体广告播出情况可以看出，8 月份分众传媒的电梯媒体广告虽相比去年同期仍有下滑，但已经明显修复。2020 年第 35 周（8.24 日-8.30 日）A1-A4 的广告主数量为 13/17/17/17 家，去年同期为 29/30/16/15 家。从 A1-A4 一轮广告期间的总条数来看，2020 年第 35 周共有 360 条，广告主数量除以一轮放映期间的不去重广告条数约为 17.8%，去年同期为 24.1%；2) 7 月份以来影院已经逐渐恢复运营，8 月份票房为 34 亿，新片《八佰》截止 9.5 日票房 23.6 亿，观众观影需求持续释放。随后《花木兰》《夺冠》《急先锋》《姜子牙》等大片也将陆续登陆影院，票房回暖可期。在此背景下，公司的影院媒体收入将明显改善（20H1 由于影院停业，公司影院媒体收入仅 1.45 亿元，同比下滑 85%）。

图 3、分众传媒 A1-A4 某点位周度广告主总数（单位：个）



资料来源：电梯广告统计，兴业证券经济与金融研究院整理

分众传媒的客户结构改善，周期波动弱化。20H1 日用消费品、互联网、通讯客户收入实现正增长，其中日用消费品已成为公司第一大客户，收入占比 37%，互联网客户收入占比由于在线教育等机遇提升至 25%。我们预计随着复工复产、国家消费鼓励，2020 年日用消费品客户收入占比仍可增长。

表 4、分众传媒楼宇媒体收入按客户行业分类

客户行业分类	20H1	19H1	同比增减
日用消费品	37.09%	23.90%	13.19%
互联网	25.12%	19.73%	5.39%
交通	9.13%	10.49%	-1.36%
商业及服务	5.23%	9.55%	-4.32%
娱乐及休闲	6.59%	8.14%	-1.55%
房产家居	6.08%	5.55%	0.53%
通讯	3.50%	1.55%	1.95%
杂类	4.12%	3.91%	0.21%

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

分众传媒点位进一步优化收缩，看好成本端缩减后公司的利润弹性。公司 20H1 继续在电梯电视、电梯海报、影院媒体上均进行了点位梳理和优化。电梯电视媒体数量（自营+加盟）从 2019 年底的 73.3 万进一步下降至 68.7 万台，自营电梯海报媒体数量从 2019 年底的 178 万降至 167.2 万，覆盖城市数量从 190 个降至 155 个，但公司外购合作的电梯海报点位明显增加，从 19 年底的 11.4 万增至 122 万个。签约影院数从 2019 年底的 1700 家降至 1400 家。从点位变化可以看出，公司针对成本高的自营点位及影院点位持续缩减，同时大量引进外购合作点位来保持公司媒介的影响力。受上半年疫情影响，竞争对手新潮传媒的点位也出现大幅缩减，未来竞争格局也将改善。随着收入端的企稳，及成本端的持续缩减，公司的

利润弹性将明显释放，我们预计公司 2020-2022 年归母净利润为 20.17/31.73/38.7 亿元。

图 4、单季度营业收入及增速（单位：百万元）

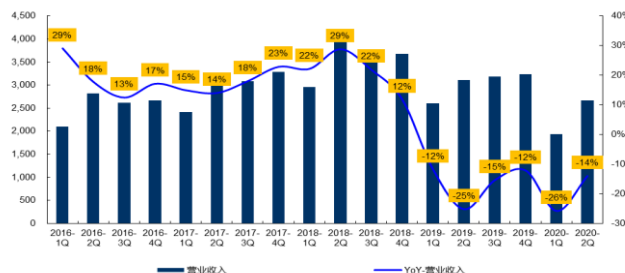
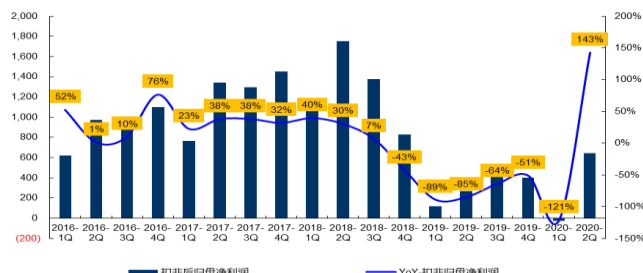


图 5、单季度扣非后归母净利润及增速（单位：百万元）



资料来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

表 5、分众传媒公司分季度业绩对比（单位：百万元、元、%）

报告期	19-1Q	19-2Q	19-3Q	19-4Q	20-1Q	20-2Q	QOQ	19H1	20H1	YOY
营业收入	2611	3106	3189	3230	1938.4	2672.4	37.87%	5716.8	4610.8	-19.35%
营业成本	1657	1658	1668	1667	1210.6	1055.9	-12.78%	3315.0	2266.5	-31.63%
毛利	954	1448	1521	1563	727.8	1616.5	122.11%	2401.8	2344.3	-2.39%
销售费用	486	571	579	620	368.0	514.6	39.84%	1057.2	882.6	-16.52%
管理费用	131	138	128	180	120.4	242.6	101.50%	268.6	363.0	35.15%
财务费用	-1	-4	-16	1	-11.3	-15.8	39.82%	-4.9	-27.1	453.06%
公允价值	20	-25	-46	-7	-1.7	20.7	-1317.65%	-4.56	19.0	-516.67%
投资收益	41	30	128	19	-72.9	99.7	-236.76%	71.1	26.9	-62.17%
营业利润	426	552	753	635	73.8	1005.5	1262.47%	978.5	1079.3	10.30%
利润总额	415	541	744	648	71.3	991.1	1290.04%	956.1	1062.5	11.13%
归母净利润	340	438	582	515	37.9	785.5	1972.56%	777.9	823.4	5.85%
EPS	0.023	0.030	0.040	0.035	0.0	0.054		0.053	0.056	
销售费用率	18.6%	18.4%	18.2%	19.2%	19.0%	19.3%	0.30%	18.5%	19.1%	0.60%
管理费用率	5.0%	4.4%	4.0%	5.6%	6.2%	9.1%	2.90%	4.7%	7.9%	3.20%
财务费用率	0.0%	-0.1%	-0.5%	0.0%	-0.6%	-0.6%	0.00%	-0.09%	-0.6%	-0.51%
所得税率	20.3%	20.6%	22.9%	19.6%	52.0%	21.0%	-31.00%	20.5%	23.1%	2.60%
毛利率	36.5%	46.6%	47.7%	48.4%	37.6%	60.5%	22.90%	42.0%	50.8%	8.80%
净利润率	13.0%	14.1%	18.3%	15.9%	2.0%	29.4%	27.40%	13.6%	17.9%	4.30%

资料来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

2、游戏：格局进一步向龙头集中

2.1、各家上市游戏公司中报数据解读

从中报来看，游戏公司基本都取得了业绩的快速增长，大部分龙头公司取得超过 30% 以上的收入增长，以及 20% 以上的净利润增长。

表 6、游戏板块主要上市公司 2019 年全年及 2020H1 业绩情况（单位：百万元）

股票代码	公司	营业收入 (19A)	YoY	归母净利润 (19A)	YoY	扣非归母净 利润(19A)	YoY
002624.SZ	完美世界	8039.02	0.07%	1502.8	-11.92%	1087.02	-24.88%
002555.SZ	三七互娱	13227.14	73.3%	2114.77	109.69%	2089.13	339.9%
002174.SZ	游族网络	3220.5	-10.07%	256.54	-74.58%	-169.97	——
603444.SH	吉比特	2170.37	31.16%	809.19	11.93%	751.95	15.46%
002602.SZ	世纪华通	14689.72	17.30%	2285.37	69.77%	2012.75	155.39%
300315.SZ	掌趣科技	1616.95	-17.93%	363.6	111.54%	409.66	113.02%
0700.HK	腾讯控股	377289	20.66%	93310	18.54%	70247	62.22%
NTES.O	网易	59241.14	15.75%	21237.52	245.19%	21237.52	245.19%
2400.HK	心动公司	2840.77	50.52%	346.56	21.59%	325.95	22.69%
9990.HK	祖龙娱乐	1067.25	22.66%	119.35%	——	301.10	16.66%
股票代码	公司	营业收入 (20H1)	YoY	归母净利润 (20H1)	YoY	扣非归母净 利润(20H1)	YoY
002624.SZ	完美世界	5143.63	40.68%	1270.6	24.53%	1152.3	18.42%
002555.SZ	三七互娱	7988.68	31.59%	1699.74	64.53%	1464.94	54.31%
002174.SZ	游族网络	2516.79	45.49%	494.76	21.54%	350.99	10.89%
603444.SH	吉比特	1409.16	31.61%	550.05	18.17%	498.7	12.89%
002602.SZ	世纪华通	7768.04	12.02%	1602.5	36.02%	1517.06	135.29%
300315.SZ	掌趣科技	926.3	33.04%	443.43	110.11%	268.55	10.08%
0700.HK	腾讯控股	222948	27.78%	62003	20.76%	40887	17.87%
NTES.O	网易	35247.17	22.09%	8088.81	48.32%	8088.81	48.32%
2400.HK	心动公司	1440.92	9.75%	206.55	-12.73%	185.68	-15.58%
9990.HK	祖龙娱乐	608.27	88.20%	-787.20	——	60.70	2389.95%

资料来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

表 7、2016H1-2020H1 各主要上市公司手游收入（亿元）

公司	2016H 1	2016H 2	2017H 1	2017H 2	2018H 1	2018H 2	2019H 1	2019H 2	2020H 1
完美世界	6.4	15.1	17.7	13.1	12.1	15.0	16.9	21.9	29.1
三七互娱	7.9	8.5	15.4	17.4	21.5	34.4	54.3	65.6	74.1
游族网络	5.2	7.6	10.7	12.3	11.5	14.1	12.3	10.2	20.4
掌趣科技	8.0	7.7	7.2	8.7	11.0	7.8	6.6	8.4	8.8
腾讯控股	178.0	206.0	277.0	351.0	393.0	385.0	434.0	503.4	707.4
网易	77.8	94.9	147.0	109.8	138.6	147.2	168.0	163.1	195.0
心动公司	2.1	1.7	3.8	4.9	5.2	10.8			

资料来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

表 8、龙头游戏公司手游市场份额稳中有升

公司	2016H1	2016H2	2017H1	2017H2	2018H1	2018H2	2019H1	2019H2	2020H1
完美世界	1.7%	3.4%	3.1%	2.2%	1.9%	2.1%	2.2%	2.7%	2.8%
三七互娱	2.1%	1.9%	2.7%	2.9%	3.4%	4.9%	7.0%	8.1%	7.1%
游族网络	1.4%	1.7%	1.9%	2.0%	1.8%	2.0%	1.6%	1.3%	1.9%
掌趣科技	2.1%	1.7%	1.3%	1.4%	1.7%	1.1%	0.9%	1.0%	0.8%
腾讯控股	47.5%	46.4%	49.3%	58.5%	62.0%	54.6%	56.3%	62.1%	67.6%
网易	20.8%	21.9%	26.2%	18.3%	21.8%	20.9%	21.8%	20.2%	18.6%
心动公司	0.6%	0.4%	0.7%	0.8%	0.8%	1.5%	——	——	——

资料来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

注：此处份额指的是公司手游收入除以当期国内手游市场规模，并未做国内外区分

- 完美世界：公司 2020H1 收入 51.44 亿元，同比增长 40.68%，归母净利润 12.71 亿元，同比增长 24.53%，扣非净利润 11.52 亿元，同比增长 18.42%，2020Q2 收入 25.69 亿元，同比增长 59.12%，归母净利润 6.56 亿元，同比增长 22.82%，扣非净利润 5.54 亿元，同比增长 8.66%，增长主要来自游戏业务，2020H1 游戏实现收入 43.58 亿元，同比增长 51.44%，游戏业务净利润 11.57 亿元，同比增长 25.07%，其中公司经典端游产品《诛仙》、《DOTA2》、《CS: GO（反恐精英：全球攻势）》、手游《诛仙》、《完美世界》手游、《神雕侠侣 2》、《新笑傲江湖》、《新神魔大陆》等手游产品为公司带来良好收益。
- 吉比特：2020H1 营收 14.09 亿元，同比增长 31.61%，归母净利润 5.50 亿元，同比增长 18.17%，扣非归母净利润 4.99 亿元，同比增长 12.89%，2020Q2 营收 6.69 亿元，同比增长 18.48%，归母净利润 2.28 亿元，同比下滑 9.59%；收入高速增长主系《问道手游》表现出色，净利润下滑主系参股公司青瓷数码新品上线，推广投入导致亏损影响，且外部研发商游戏分成不再进行摊销，以及对外投资业务预提业绩奖金所致。目前公司《问道手游》生命周期超预期，2020Q2 基本维持在 IOS 畅销榜前 30 名，最高至前 6 名，《不思议迷宫》、《贪婪洞窟》等持续贡献稳定流水。
- 三七互娱：2020H1 营收 79.89 亿元，同比增长 31.59%，毛利率 89.19%，同比增长 3.01pct，主系自研产品数量增长以及《永恒纪元》、《大天使之剑 H5》等新老自研产品盈利能力提升所致，归母净利润 17.00 亿元，同比增长 64.53%，扣非净利润 14.65 亿元，同比增长 54.31%，主要由于移动游戏表现良好，带来业绩大幅提升，同时叠加持有金融资产等取得 2.35 亿元非经常损益，2020Q2 营收 36.46 亿元，同比增长 29.09%，归母净利润为 9.71 亿元，同比增长 67.78%，扣非净利润 8.14 亿元，同比增长 52.99%。目前国内市场《永恒纪元》、《大天使之剑 H5》、《一刀传世》、《精灵盛典》等老产品贡献稳定流水，公司新上线《混沌起源》、《云上城之歌》等产品，进一步推动业绩攀升。
- 世纪华通：公司上半年实现营业收入 77.7 亿元，同比增长 12.02%，归母净利润 16.02 亿元，同比增长 36.02%，扣非归母净利润 15.17 亿，同比增长 135.29%，2020Q2 营收 39.64 亿元，同比增长 12.99%，归母净利 7.99 亿元，同比增长 51.01%，扣非归母 7.23 亿元，同比增长 60.27%。目前国内方面《热血传奇手游》、《传奇世界手游》、《龙之谷手游》、《传世 3D》等经典产品流水平稳，海外移动游戏方面，《阿瓦隆之王》、《火枪纪元》表现出色。腾讯独代

《龙之谷 2》于 7 月 9 日正式上线。

- 掌趣科技：公司上半年营收 9.26 亿元，同比增长 33.0%，归母净利润 4.43 亿元，同比增长 110.1%，扣非归母净利润 2.69 亿元，同比增长 10.1%，其中 2020Q2 营收 5.17 亿元，同比增长 51.9%，归母净利润 3.49 亿元，同比增长 1337.9%，扣非归母净利润 1.80 亿元，同比增长 93.4%。公司《奇迹觉醒》、《拳皇》等老牌游戏表现稳健，其中《一拳超人：最强之男》上线港澳台地区位于榜单前列，2020 年 8 月自研自发产品《真红之刃》上线。
- 游族网络：公司上半年营收 25.17 亿元，同比增长 45.49%，归母净利润 4.95 亿元，同比增长 21.5%，扣非归母净利 3.51 亿元，同比增长 10.89%，2020Q2 营收 13.05 亿元，同比增长 45.53%，归母净利润 1.32 亿，同比下降 43.79%，扣非归母净利 0.68 亿元，同比下降 52.87%。国内方面，《少年三国志》系列持续贡献业绩，自研二次元产品《山海镜花》以及代理手游《荒野乱斗》带来了广泛用户，海外方面，在日韩市场推出《少年三国志 2》，在 2020 年 6 月中国手游产品在海外市场收入榜单名列第 21 位，7 月排名进一步提升至第 18 位，其他产品例如代理 MMORPG 手游《塞尔之光》，《新神魔大陆》等在海外市场表现出色。
- 网易：在线游戏稳步增长，2020Q2 在线游戏收入为 132.28 亿元（YoY+20.95%，QoQ+2.29%）；毛利润为 88.19 亿元，同比增长 22.27%；毛利率为 63.8%，比去年同期提升 0.7%。这主要得益于自研手游营业收入的增加，如《率土之滨》、《明日之后》、《荒野行动》、《梦幻西游三维版》、《梦幻西游》手游，以及代理游戏收入的增加。2020Q2 网易递延收入达 93.76 亿元，同比增长 23.97%，在线游戏业务增长持续性极强。
- 腾讯：2020Q2 网络游戏收入达到 382.88 亿元（YoY+40.2%，QoQ+2.7%），其中，2020Q2 客户端游戏达到 109.12 亿元（YoY-6.74%，QoQ-7.49%），移动游戏（不含社交网络）收入达到 273.76 亿元（YoY+75.41%，QoQ+7.34%）。若考虑到归属于社交网络部分的游戏收入，则移动游戏（含社交网络）收入达到 360 亿（YoY+62.1%，QoQ+3.5%），整体网络游戏收入为 469 亿元（YoY+38.3%，QoQ+0.7%）。腾讯手游增速远超行业，市占率进一步提升。
- 心动公司：用户增速亮眼，月活与月付费用户数分别增长 65.4%与 52.2%，分别达到 3047.4 万人与 98.2 万人，TAPTAP 平台平均月活用户为 2479.6 万（+51.9%）。游戏方面，《仙境传说》、《不休的乌拉拉》、《香肠派对》、《蓝颜清梦》、《少女前线》五款游戏贡献稳定业绩。
- 祖龙娱乐：公司 2 上半年营收 6.02 亿，同比增长 89.6%，经调整净利润 1.52 亿，同比增长 1195.7%，海外市场表现亮眼，海外营收 4.07 亿，同比增长

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

272.6%，营收占比达 67.5%，其中《龙族幻想》贡献明显明显，上线三个月即进入美国 iOS App Store 畅销榜 TOP 40。

各大厂商新品丰富，后疫情时代业绩有望保持高速增长。后续各大游戏公司经典大作不断，例如完美世界的《战神遗迹》、《梦幻新诛仙》，吉比特的《魔渊之刃》、《摩尔庄园》、《一念逍遥》，世纪华通的《庆余年》、《传奇天下》、《代号：远征》、《古龙群侠传》等数款移动游戏，游族网络的《少年三国志零》、《新盗墓笔记》，掌趣科技的《全民奇迹 2》、《黑暗之潮》，网易的《哈利波特》、《阴阳师：妖怪屋》、《倩女幽魂隐世录》、《暗黑破坏神》，心动公司的《火炬之光》，祖龙娱乐的《鸿图之下》、《梦想新大陆》，随着疫情的影响，手游行业有望持续高速增长，新品大作有望获得玩家追捧，带动业绩快速增长。

表 9、部分游戏公司重点产品储备

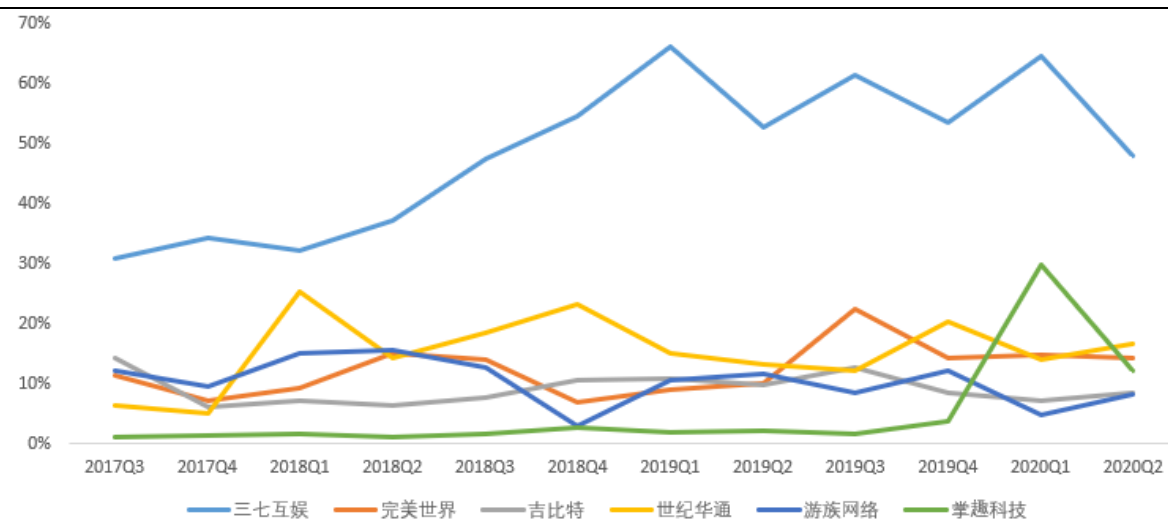
公司名称	后续重磅产品
完美世界	《战神遗迹》预计 2020Q3 海外上线、《梦幻新诛仙》有望 2020Q4 上线
三七互娱	国内市场，储备的自研产品包括《代号 NB》、《代号 DL》等，储备的部分代理产品包括：仙侠类《代号 JZ》、《代号 XN》，卡牌类《王牌高校》，模拟经营类《代号 RS》，MMORPG 类《代号 GC》，女性向《一千克拉女王》，下半年多款新品有望海外推出，包括：模拟经营类《代号 ZG》，SLG 类《代号 FRZ》、《代号 FO》，卡牌类《代号 OX》，休闲 RPG 类《代号 CM》，MMO 类《代号 E》、《代号 AH》
游族网络	自研卡牌“少年”系列新品《少年三国志：零》以及盗墓题材手游《新盗墓笔记》有望下半年上线
吉比特	《魔渊之刃》、《不朽之旅》、《荣耀指挥官》预计 9 月上线，《巨像骑士团》、《石油大亨》等预计四季度上线
世纪华通	储备包括《庆余年》、《传奇天下》、《代号：远征》、《小森生活》、《饥荒》、《ProjectD》、《恶魔城》、《古龙群侠传》等数款移动游戏
掌趣科技	后续重点产品包括《全民奇迹 2》、《黑暗之潮》、《街霸：对决》等
腾讯控股	2020 年腾讯重磅端转手作品《地下城与勇士手游》、《英雄联盟手游》等
网易	《阴阳师：妖怪屋》、《The Lord of the Rings: Rise to War》、《哈利波特：魔法觉醒》、《时空中的绘旅人》、《天谕》手游、《倩女幽魂隐世录》、《超激斗梦境》、《无尽的拉格朗日》、《暗黑破坏神：不朽》和《宝可梦大探险》
心动公司	后续在研共计 11 款产品，其中重点产品包括：《火炬之光》、《心动小镇》等
祖龙娱乐	未来产品《鸿图之下》、《梦想新大陆》2020Q4 上线，《诺亚之心》2021Q1 上线，《三国群英传》2021Q4 上线

资料来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

三七互娱销售费用率维持高位，各大公司销售费用随产品节奏而变化。1) 三七互娱作为平台型公司，买量优势明显，近两年来销售费用率基本维持在 50%以上，2020Q2 未有现象级产品上线，销售费用率为 48%，低于 2020Q1 的 64%。2) 完美世界自 2019Q3 尝试买量之后，销售费用率稳中有升，随着买量模型的成熟，销售费用率逐渐平稳。3) 其他公司销售费用率较为平稳，随着产品上线节奏而变化，例如掌趣科技 2020Q1 海外推广《一拳超人》等产品，销售费用率攀升，吉比特上半年新品不多，销售费用率略有下降。4) 我们认为各大公司加大买量投入大势

所趋，精品游戏公司重磅产品叠加买量有望快速释放业绩，具体参见此前发布买量行业深度报告《游戏买量无边界，优质公司再上新台阶》。

图 6、三七互娱销售费用率维持高位，各大公司销售费用随产品节奏而变化

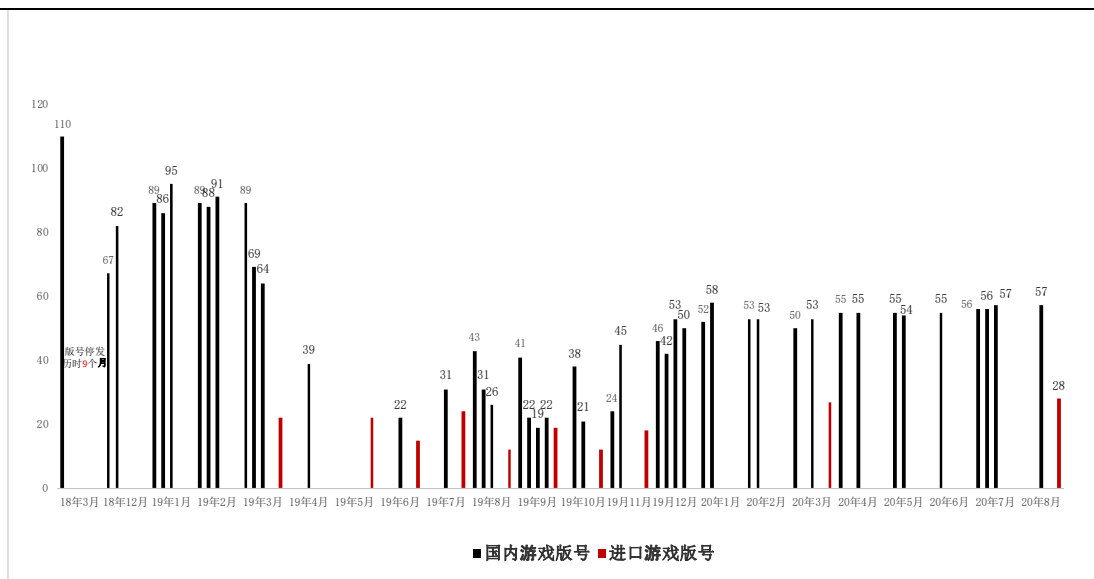


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

2.2、版号平稳，受疫情影响手游行业加速增长

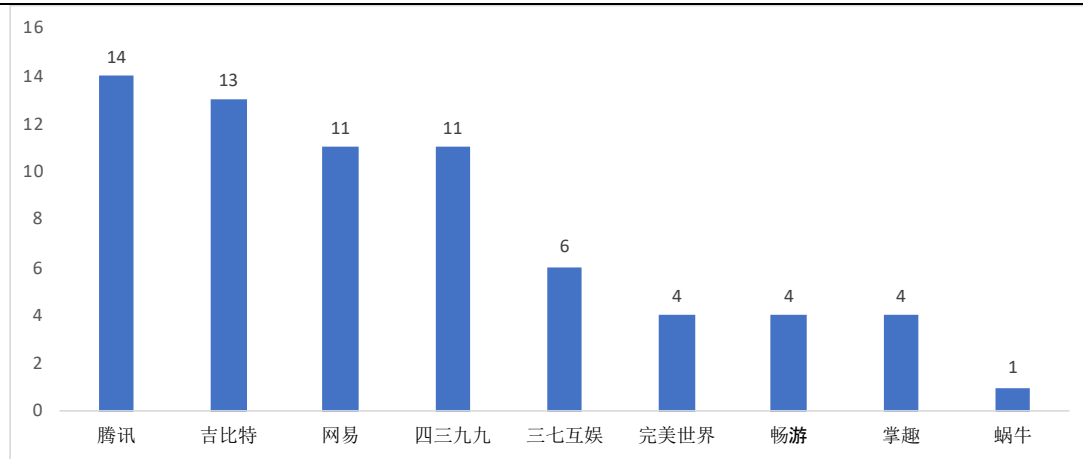
版号审核速度平稳。据我们统计，2018年版号恢复后，2019年初至2020年8月30日实际审批55批，一共2393款游戏。其中2020年至今共审批17批，一共874款游戏。2020年至今腾讯、网易和完美世界游戏过审数量分别是14款、11款和4款，吉比特和三七互娱分别为13款和6款。

图 7、2018 年初至今游戏版号数量发放情况（截至 2020 年 8 月 30 日，单位：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

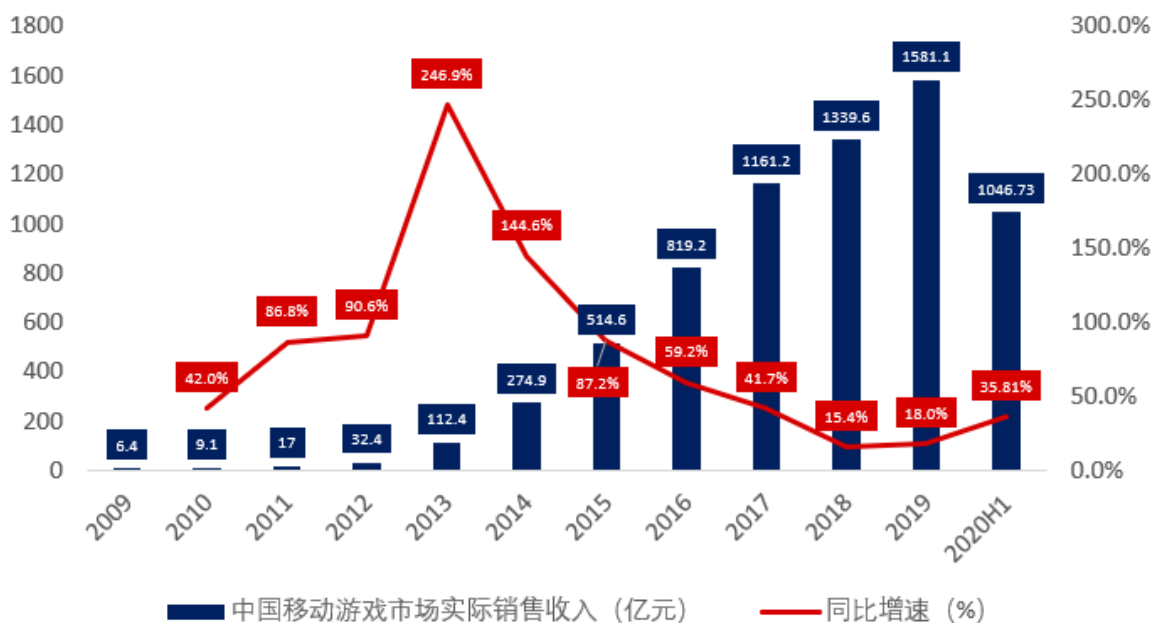
图 8、2020 年至今游戏大厂的的游戏版号获得情况（截止 2020 年 8 月 30 日，单位：个）



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

受疫情影响，手游拉动游戏行业加速增长。2020H1 中国游戏市场实际销售收入 1394.9 亿元，受到移动游戏实际销售收入增长的拉动，同比增长 22.3%。2)2020H1 移动游戏行业收入 1046.73 亿元，同比增长 35.81%。

图 9、中国移动游戏市场加速增长



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

3、视频：芒果逆势高增长，弯道超车跻身第三大视频网站

3.1、芒果超媒广告收入继续逆势增长；付费会员数持续追赶

● 整体视频网站硬广收入延续下滑趋势，芒果TV却享受平台流量激增红利

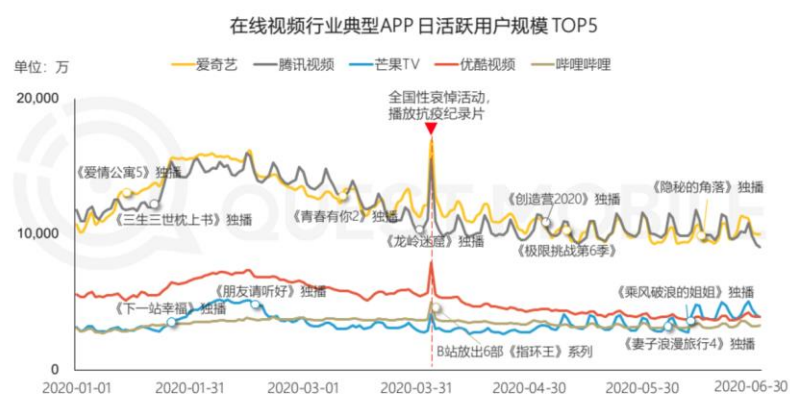
受宏观经济下行压力，付费会员免广告，以及短视频崛起三大因素的冲击，整体视频网站的硬广收入延续下滑趋势。但芒果TV凭借剧集和综艺爆款的持续推动，享受了平台流量高速增长的红利。目前硬广已经成为腾爱两大，优芒两小格局。随着芒果TV剧集的持续发力，芒果TV硬广收入将超越优酷。（2020年6月随着《乘风破浪的姐姐》热播，芒果TV的移动端日活数已经超过优酷；2020年6月芒果TV移动端月活数1.86亿，同比增长52%，逼近优酷同期的2.27亿月活，优酷6月月活同比下滑45%）

图 10、整体视频网站月活用户变化情况（亿）



资料来源：Questmobile，兴业证券经济与金融研究院整理

图 11、2020H1 视频网站日活情况（2020 年 6 月芒果 TV 日活超过优酷）

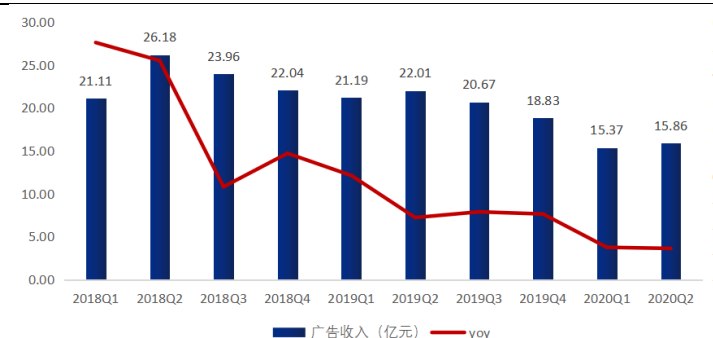


资料来源：Questmobile，兴业证券经济与金融研究院整理

● 2020 年视频网站广告收入预判：腾爱优预计较大幅度下滑，芒果TV预计继续保持增长

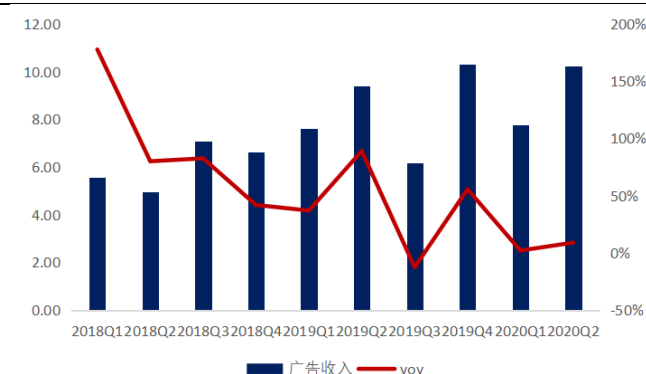
受宏观经济和短视频冲击影响 2019 年腾讯视频和爱奇艺的广告收入同比下滑，芒果TV由于自身生态与两大视频平台不同，芒果TV的广告结构以招商软广为主，而爱奇艺、腾讯视频则以硬广为主。在宏观经济下行的背景下，招商软广的表现明显优于硬广，因此 20H1 芒果TV的广告收入仍取得正增长，而爱奇艺 20H1 广告收入同比下滑 27.7%。芒果TV20H1 广告收入 17.98 亿元，同比增长 5.8%。

图 12、爱奇艺自 2018 年下半年以来，广告收入承压明显



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 13、芒果超媒广告收入仍继续保持增长



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：芒果超媒部分季度广告收入未披露，数据来自模型测算

2020 年全年预计爱腾较大幅度下滑，芒果 TV 预计继续保持增长。受宏观经济和短视频冲击影响，2020 年腾讯视频和爱奇艺的广告收入预计同比下滑，而芒果 TV 广告结构以招商软广为主，芒果 TV 的自制综艺领跑全国，且发力选秀赛道后招商金额进一步提升，我们预计 2020 年全年芒果 TV 的广告收入同比增长 23% 至 41.2 亿元，爱奇艺同比下滑 18% 至 67.8 亿元。

表 10、视频网站广告收入拆分及预测（亿元）

单位：亿元	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2018A	2019A	2020E
芒果超媒广告收入	5.55	4.97	7.09	6.63	7.60	9.39	6.19	10.32	7.75	10.23	23.90	33.50	41.21
yoy	178%	80%	83%	42%	37%	89%	-13%	56%	2%	9%	79%	39%	23%
爱奇艺广告收入	21.11	26.18	23.96	22.04	21.19	22.00	20.67	18.83	15.37	15.86	93.28	82.7	67.82
yoy	52%	45%	-4%	9%	0%	-16%	-14%	-15%	-27%	-28%	21%	-11%	-18%

注：芒果 TV 的广告收入的历史数据来自我们的模型拆解，爱奇艺的数据来自公司财报。

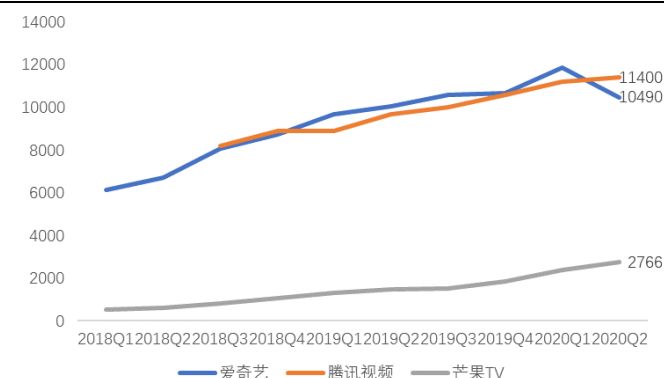
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

● 看好芒果 TV 剧集生态完善后会员数的持续高增长

受益于剧集生态及热播综艺的拉动，截止 2020 年 6 月 30 日芒果 TV 的会员数为 2766 万，同比增长 84%，季度环比增长约 15%。与之相对，爱奇艺和腾讯视频的会员增速明显放缓，截止 6 月 30 日爱奇艺会员数为 1.049 亿，同比增长 4%，季度环比下滑 12%，腾讯视频会员数为 1.14 亿，同比增长 18%，季度环比增长 2%。

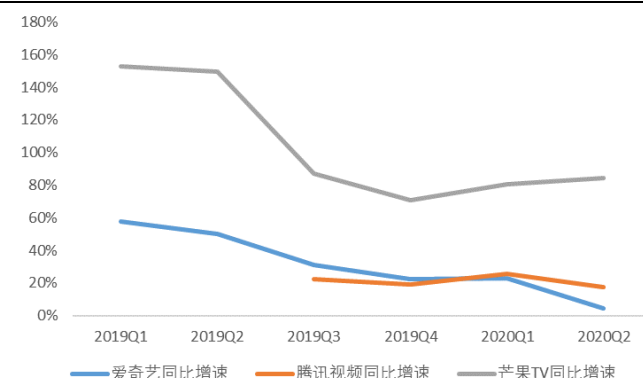
我们看好芒果 TV 综艺和剧集生态的持续发展，预计芒果 TV 2020 年年末日活约为 5000 万，因此我们预计芒果 TV 2020 年年末付费会员数为 3200 万。对应芒果超媒 2020 年会员收入 31.28 亿元，同比增长 85%。爱奇艺和腾讯视频由于日活数已经接近天花板，因此会员数增长已经趋缓，预计 2020 年末分别为 1.23 亿和 1.21 亿，同比增长 16% 和 14%。

图 14、爱腾芒季度会员数对比（单位：万）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 15、爱腾芒季度会员数同比增速对比



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

表 11、视频网站会员收入拆分及预测（仅统计付费会员数口径）

		2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2018A	2019A	2020E
爱奇艺	会员收入（亿元）	20.95	24.74	28.52	32.01	34.45	34.12	37.17	38.61	46.34	40.46	106.22	144.36	188.07
	yoy	67%	66%	78%	76%	64%	38%	30%	21%	35%	19%	63%	36%	30%
	会员数（万）	6130	6710	8070	8740	9680	10,050	10580	10690	11890	10490	8740	10572	12300
	环比净增数（万）	1050	580	1360	670	940	370	530	110	1200	-1400	—	1832	1728
	ARPPU-月均（元）	12.5	12.8	12.9	12.7	12.5	11.5	12.0	12.1	13.7	12.1	12.8	12.5	13.7
芒果TV	会员收入（亿元）	1.55	1.78	2.25	2.75	3.50	4.36	4.67	4.37	6.18	8.00	8.35	16.90	31.28
	yoy	122%	108%	154%	88%	126%	144%	107%	59%	76%	84%	114%	102%	85%
	会员数（万）	526.2	601	819	1075	1331	1501	1530	1837	2400	2766	1075	1837	3200
	环比净增数（万）	74.8	74.8	218	256	256	170	29	307	563	366	—	762	1363
	ARPPU-月均（元）	10.5	10.5	10.6	9.7	9.7	10.3	10.3	8.7	9.7	10.3	9.1	9.7	10.4
腾讯视频	会员收入（亿元）	20.19	26.78	30.30	32.56	33.64	32.90	34.89	36.86	43.82	45.43	112.13	145.12	184.31
	yoy	85%	111%	100%	48%	67%	23%	15%	13%	30%	38%	—	29%	27%
	会员数（万）	6400	7500	8200	8900	8900	9690	10020	10600	11200	11400	8900	10600	12054
	环比净增数（万）	800	1100	700	700	0	790	330	580	600	200	—	1700	1454
	ARPPU-月均（元）	11.2	12.8	12.9	12.7	12.6	11.8	11.8	11.9	13.4	13.4	12.9	12.5	13.7

注：腾讯视频来自我们的模型拆解，芒果/爱奇艺的数据来自财报。

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

3.2、芒果超媒三箭齐发乘风破浪，后续电商生态即将发力

我们在 7 月 28 日发布了芒果超媒的深度报告《三箭齐发，芒果超媒乘风破浪》，看好公司凭借创新基因和优秀机制实现三箭齐发业务布局，在保持平台用户持续增长的同时，进行多元化变现探索。

- 1) **第一箭，自制综艺打开全品类竞争，稳居国内第一。**20H1 前 20 名综艺中芒果 TV 占据一半以上，招商广告主数量同样领跑。
- 2) **第二箭，剧集全面开花，显著提升平台成长性，以及会员数增长潜力。**自 2018 年以来，公司持续加大剧集生态的投入，目前芒果 TV 自有影视制作团队 12 个，战略合作工作室 15 个，产能大幅提升，后续作品储备丰富。已经播出的《下一站是幸福》《以家人之名》等剧集获得市场广泛认可。
- 3) **第三箭，大芒计划以版权优势切入，联动综艺/影视 IP 二次创作中短视频，同时着力网红制作人培养，流量持续提升值得期待。**

同时大芒计划作为初步形态未来将进一步延展到内容电商。从我们密切跟踪的头部内容电商“抖音电商”来对照，我们认为相比传统电商，内容电商的核心切入点是创意，核心是在电商前链路改变用户行为，而芒果系是最有创意的一群人，同时手握大量优质品牌。今年8月底芒果TV的电商中心宣布成立，电商生态预计将于2021年落地，有望成为公司业绩增长第四极。

表 12、在线视频板块主要上市公司 20H1 业绩情况（单位：百万元）

股票代码	公司名称	营业收入 (1H20)	YoY	归母净利润 (1H20)	YoY	扣非归母净利润 (1H20)	YoY
300413.SZ	芒果超媒	5773.76	4.90%	1103.38	37.30%	975.13	23.72%
IQ.O	爱奇艺	15061.34	6.82%	-4316.46	-4.23%		

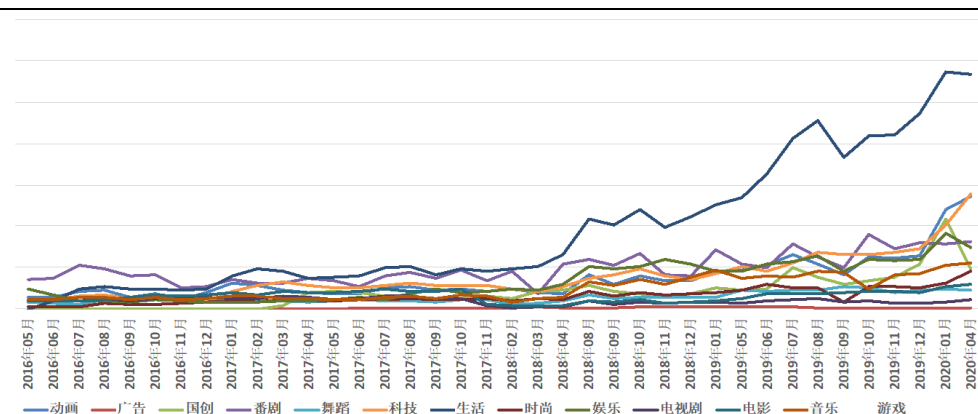
资料来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

4、短视频：短视频已经成为互联网增量主力军，B 站切入直播、电商生态后收获广阔变现场景

4.1、B 站以 UP 主生态为核心拥抱短视频红利，驶入用户破圈快车道

B 站：目前国内唯一一家上市的 UGC 视频平台，B 站以二次元为核心，UP 主生态的多元化崛起拉动出圈。B 站近两年以用户增长为核心目标，并取得了较好的成绩，MAU 和 DAU 进入爆发式增长期。其两大驱动力：1）线上投放+线下活动，实现品牌影响力升级，进入主流市场和下沉市场；2）不断出圈构建内容多元化生态，进入主流圈层实现高质量的用户增长。2018 年后生活区视频播放量开始猛增，稳居 B 站各区播放量第一位。

图 16、B 站各区视频播放量变化趋势



资料来源：kanbilibili、兴业证券经济与金融研究院整理

20Q1 受疫情影响 B 站用户数高基数，使得 20Q2 用户数据环比有些许回落。但公司持续完善平台生态的战略不变，B 站用户破圈仍在进行时。8 月 22 日 B 站上线了首档音乐综艺《说唱新世代》（由 B 站出品且 B 站独播），截止 8 月 26 日首

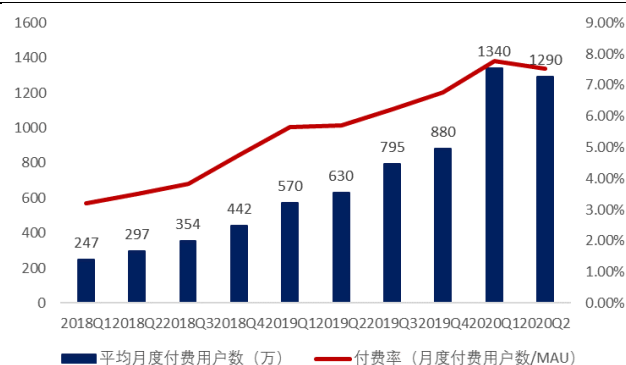
期节目播放量 4875 万，追剧人数 62 万，弹幕数 85 万。与暑期评分最高的国创动画《雾山五行》对比可以看出，《说唱新世代》表现为 B 站顶级内容水平。（《雾山五行》由 B 站独播，于 7 月 26 日上线，共 3 集。截止 8 月 26 日总播放量为 7609 万，追剧人数 412 万，弹幕数 123 万）

图 17、B 站季度平均月活数（单位：万）



资料来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

图 18、B 站付费用户数（单位：万）



资料来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

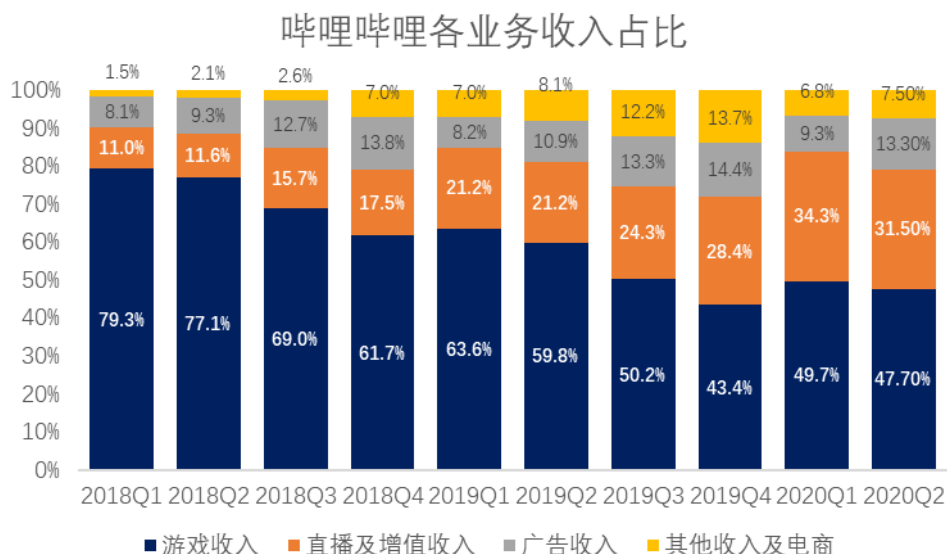
表 13、B 站的经营指标跟踪表

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	YoY	QoQ
平台用户								
平均月活 (百万)	101.3	110.4	127.9	130.3	172.4	171.6	55%	-0.5%
平均日活 (百万)	30.1	33.2	37.6	37.9	50.8	50.5	52%	-0.6%
平均付费用户数 (百万)	5.7	6.3	7.9	8.8	13.4	12.9	105%	-3.7%
移动端平台月活(百万)	88.6	96.2	114.2	116.1	156.4	152.9	59%	-2.2%
日均使用时长 (分钟)	81.0	78.0	83.0	77.0	87.0	79.0	1.3%	-9.2%
月均互动数 (亿)	14	18	25	24	49	52	189%	6.1%
平台内容								
月均活跃 UP 主 (千)	732	854	1,108	1,402	1,801	1904	123%	5.7%
月均视频投稿量 (千)	2,081	2,407	3,140	4,084	4,953	5969	148%	20.5%
日均视频播放量 (百万)	514	586	725	710	1,095	1200	105%	9.6%
会员								
正式会员数(百万)	49	54	62	68	82	89	65%	8.5%
付费大会员 (百万)	4.8	5.3	6.1	7.6	10.9	10.5	98%	-3.7%

资料来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

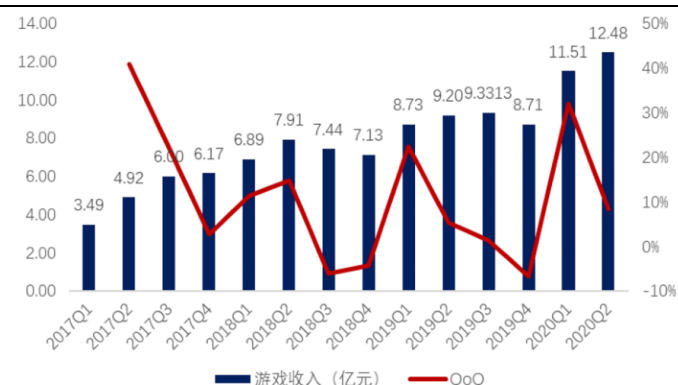
B 站持续注重平台社区文化和内容创新，收入结构持续向好。如上表所示，平台的活跃 UP 主、视频投稿量、日均视频播放量持续提升。同时，B 站也积极布局纪录片、综艺等 PGC 内容，时刻保持平台内容生态的健康发展。虽然由于 Q1 高基数的原因，Q2 平台用户数环比略有回落，但不改其内容生态持续破圈过程中用户持续增长的趋势。持续增长的用户数将带来直播及增值服务、广告和电商收入的持续提升，更加健康的多元业务结构逐渐凸显。我们预计 2020 年公司游戏收入为 49.6 亿元、直播及增值服务收入 38.1 亿元，广告收入 15.6 亿元，电商及其他收入 7.5 亿元。合计 2020 年公司收入约 110.8 亿元，预计 2021 年收入为 165 亿元。

图 19、B 站用户破圈所带来的收入占比持续增长



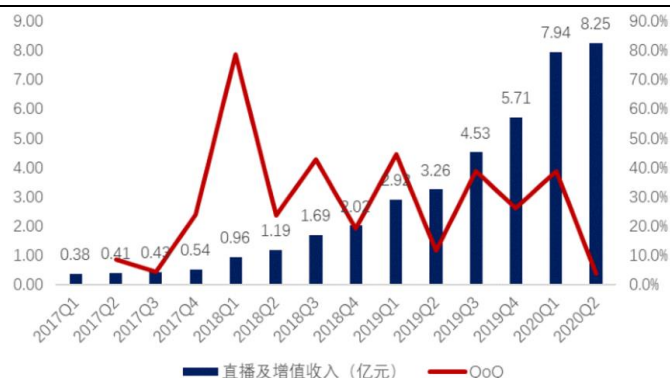
资料来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

图 20、B 站游戏收入及环比变化



资料来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

图 21、B 站直播及增值收入及环比变化



资料来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

图 22、B 站广告收入及环比变化



资料来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

图 23、B 站电商及其他收入及环比变化

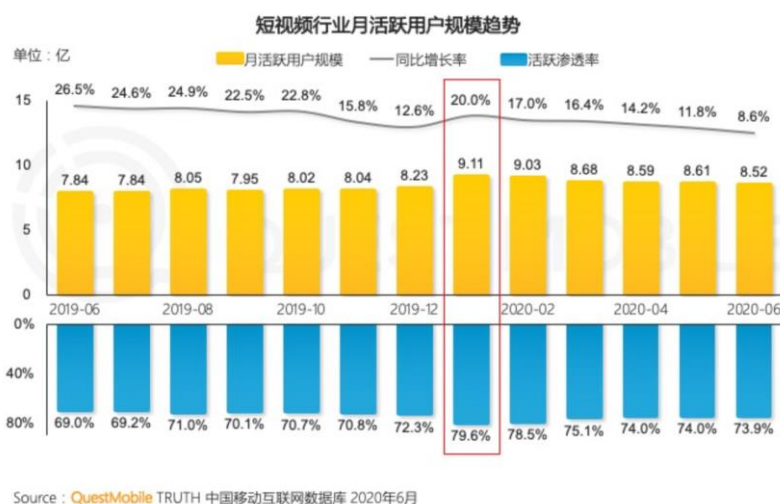


资料来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

4.2、短视频行业仍高速发展，微信视频号切入后格局由双雄争霸转向三足鼎立

以抖音、快手为主的短视频行业，用户数持续增长，至 2020.06 月达到 8.52 亿 MAU。时长占比从 2017.01 月的 1.3%，提升到了 2020.06 的近 20%。

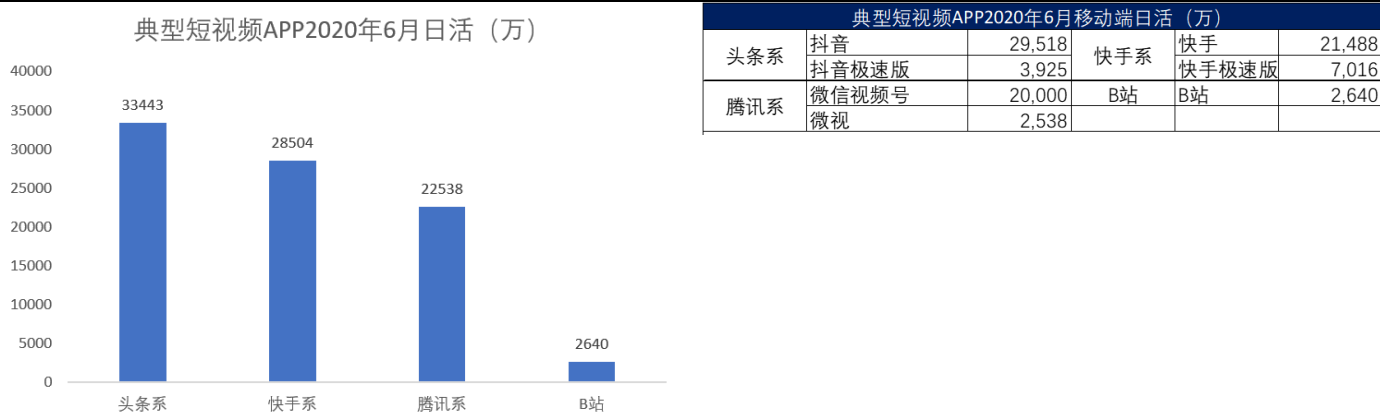
图 24、短视频行业月活用户数趋势



资料来源：Questmobile、兴业证券经济与金融研究院整理

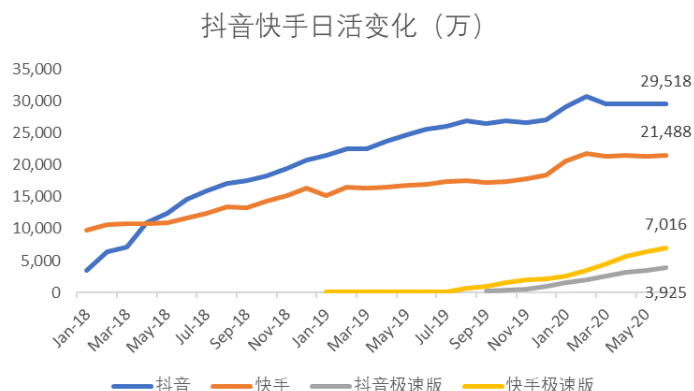
短视频平台格局——随着 20 年 6 月微信视频号的开放注册，短视频从抖音快手双雄争霸走向三国杀。（抖音、快手、微信视频号于 2020 年 6 月 DAU 分别为 2.95 亿、2.15 亿、2 亿）

图 25、典型短视频 APP2020 年 6 月的移动端日活（万）



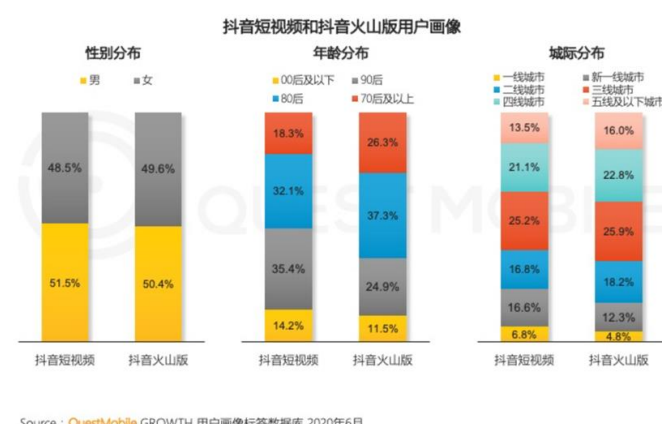
资料来源：Questmobile、兴业证券经济与金融研究院整理

图 26、抖音快手日活变化趋势



资料来源: Questmobile、兴业证券经济与金融研究院整理

图 27、抖音用户画像



资料来源: Questmobile、兴业证券经济与金融研究院整理

- ✓ 抖音, 于 16 年 9 月 26 日上线, 凭借沉浸式的展示形式、强大的算法机制以及热点内容, 上线初始便极速发展壮大。2019 年 9 月抖音上线了极速版, 联合火山版, 凭借更低的流量消耗及赚钱机制迅速迈入下沉市场。
- ✓ 快手, 下沉市场优势地位, 不断往一线市场突破, 引入周杰伦等明星合作。并成为用户使用时长 NO.3 平台。
- ✓ 视频号, 定位短内容。2020 年 6 月下旬, 腾讯开放了视频号的全民注册。当月视频号日活超 2 亿用户, 潜在用户规模对标朋友圈。处于快速追赶状态。微信作为用户使用时长 NO.1 的平台, 巩固短内容、提升时长、打造公域流量。

受疫情影响, 线上化进程加速, 直播电商飞速发展。2019 年电商整体 GMV 约 10 万亿, 其中社交平台电商 GMV 约 2 万亿, 直播电商为 3900 亿左右。2020 年由于疫情冲击, 各行各业加快线上化转移, 直播电商获得飞速发展。快手和抖音 2020 年 GMV 目标分别为 2500 亿和 2000 亿。

- **抖音**基于自身高流量平台及流量倾斜爆款内容的特性, 电商上主要寻求和流量明星/网红合作, 如罗永浩 2020 年 4 月入驻抖音, 并创下首日 1.68 亿的销售成绩。
- **快手**则基于其平台流量分配更扁平化的特征, 更加注重厂商直播卖货 (格力董明珠首秀带货 3.1 亿), 同时启动“点亮百县”计划, 产地货等更下沉的商品。

表 14、快手电商抽成方式

三方商品渠道	快手添加商品佣金设置要求	快手技术服务费收费标准
淘宝联盟	1. 商品佣金比例=10% 2. 商品需要在淘宝联盟内容库中	0%
有赞	1. 有佣金率的分成商品佣金比例=10% 2. 普通商品需要有赞商家在有赞平台进行授权	1. 有佣金率的分成商品：佣金部分的45%（上限为订单实际成交金额的5%） 2. 普通商品：订单实际成交金额的5%
拼多多	商品佣金比例=10%	订单实际成交金额的5%
魔筷星选	需要魔筷商户在魔筷平台进行授权	订单实际成交金额的5%
京东	商品佣金比例=10%（部分自营商品除外）	佣金的50%（上限为订单实际成交金额的5%）

资料来源：快手电商，兴业证券经济与金融研究院整理

表 15、抖音佣金收入结算规则

小店结算规则	商品来源	平台费用
小店结算规则	小店	平台扣除佣金 10%作为技术服务费
第三方结算规则	京东	京东平台将根据下单渠道、流量质量动态调整付费服务费率，以当月实际扣除金额为准
	网易考拉	平台扣除佣金 10%作为技术服务费
	唯品会	平台扣除佣金 10%作为技术服务费
	网易严选	平台扣除佣金 10%作为技术服务费
	淘宝	淘宝商品产生的佣金及费用由淘宝联盟结算，抖音不负责达人佣金结算，也不向达人收取费用

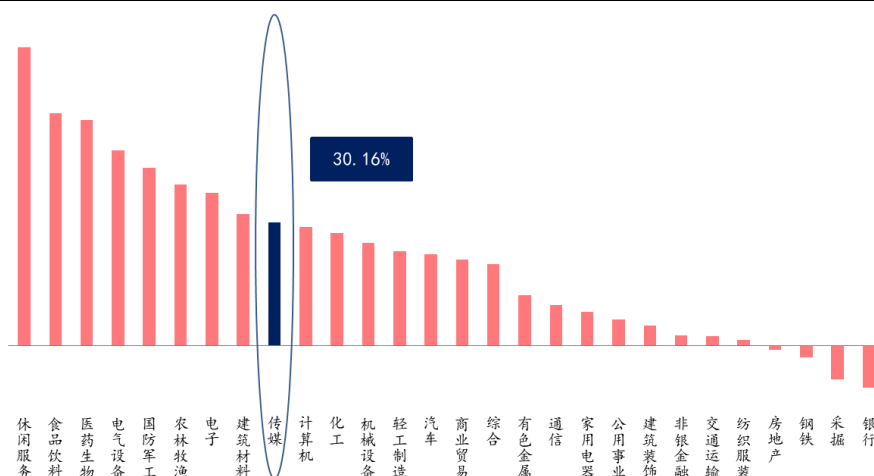
资料来源：抖音佣金收入《结算规则》，兴业证券经济与金融研究院整理

5、板块表现及投资建议

5.1、20H1 传媒股表现较好，游戏板块和新媒体平台领跑

自年初以来传媒行业上涨 30.16%（以申万行业指数计，截止 2020 年 9 月 6 日），跑赢沪深 300 指数 13.72 个百分点，列 28 个一级行业第 9 位，板块相对收益突出。

图 28、SW 传媒 2020H1 涨幅排位第 9（截止 2020.9.6）



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

从子板块和个股来看，年初至今（截止 2020.9.6 日）游戏板块、新媒体板块整体涨幅明显，分众传媒 Q2 以来股价表现优异。

- 游戏龙头和新媒体板块受益于“宅经济”，中报业绩普遍表现优异，板块整体股价取得平稳增长。爱奇艺由于自身平台成长接近天花板，且广告收入持续下滑，股价表现相对较弱。
- 分众传媒 Q1 因受公共卫生事件影响较大，出现明显下跌。而随着公共卫生事件的逐渐控制，4-8 月分众传媒股价出现了明显的反弹；

表 16、传媒各子板块重点公司涨幅情况（股价/市值为 9 月 6 日最新数据，货币单位为所处市场货币）

子板块	证券代码	证券简称	年初至今涨跌幅	20Q1 涨跌幅	20Q2 涨跌幅	20 年 7-8 月涨跌幅
游戏板块	002555.SZ	三七互娱	64%	21%	44%	-3%
	002624.SZ	完美世界	23%	8%	21%	-4%
	603444.SH	吉比特	105%	37%	35%	13%
	002602.SZ	世纪华通	18%	8%	24%	-13%
	2400.HK	心动公司	142%	39%	26%	43%
	0700.HK	腾讯控股	38%	1%	32%	6%
	9990.HK	祖龙娱乐	31%	0%	0%	12%
	NTES.O	网易	60%	5%	34%	14%
新媒体平台	300413.SZ	芒果超媒	110%	25%	50%	9%
	IQ.O	爱奇艺	4%	-16%	30%	-7%
	BILI.O	哔哩哔哩	153%	26%	98%	2%
生活圈媒体	002027.SZ	分众传媒	17%	-29%	26%	37%

资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

5.2、20Q2 游戏&新媒体平台继续受基金青睐

20Q2 传媒行业重仓持股市值前十大股票仍集中在新媒体平台和游戏板块，占据 7 席。分别是芒果超媒、三七互娱、完美世界、吉比特、掌趣科技和新媒股份，公募基金重仓持股占其股票流通股的比例分别是 27.27%、15.32%、12.25%、7.91%、14.75%、19.62%。同时，随着疫情的逐渐消退，分众传媒 Q2 获得公募基金青睐，加仓 0.96 亿股至 13 亿股。

表 17、SW 传媒 2020Q2 主动型公募基金重仓股传媒行业持仓前十

代码	公司简称	持股总市值 (亿元)	持有基金数 (个)	持股总数(亿股)	持股占比流通盘	20Q2 持股数 变动(亿股)	20Q2 涨跌幅	20 年 7-8 月 涨跌幅
300413.SZ	芒果超媒	148.11	165	2.27	27.27%	+0.13	49.58%	9.07%
300059.SZ	东方财富	147.9	328	7.32	11.19%	+2.35	51.31%	29.50%
002555.SZ	三七互娱	94.22	269	2.02	15.32%	+0.13	44.44%	-2.59%
002624.SZ	完美世界	81.89	193	1.42	12.25%	+0.03	21.22%	-4.38%
002027.SZ	分众传媒	72.4	86	13.00	8.86%	+0.96	26.02%	36.95%
603444.SH	吉比特	31.22	158	0.06	7.91%	-0.04	35.36%	12.79%
300315.SZ	掌趣科技	28.46	62	3.88	14.75%	+1.78	41.51%	20.87%
300251.SZ	光线传媒	18.99	25	1.74	6.25%	+1.15	23.01%	48.49%
300113.SZ	顺网科技	16.33	13	0.64	13.44%	-0.09	19.14%	-16.50%
300770.SZ	新媒股份	14.90	42	0.07	19.62%	0	45.23%	-10.07%

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

5.3、投资观点和重点推荐

投资建议：中报已经披露完毕，绩优龙头业绩普遍表现优异，我们继续推荐优选

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

赛道的龙头公司，建议重点把握视频、游戏、生活圈媒体的行业龙头。

视频板块：【芒果超媒】凭借创新基因和优秀机制仍然具备高成长性，后续综艺持续拓展、剧集生态的爆发和多元变现值得期待。1) 公司综艺核心地位继续稳固，《乘风破浪的姐姐》实现用户破圈，下半年综艺产品线值得期待。2) 2020 年芒果 TV 剧集生态发力显著获得市场认可，后续作品储备丰富。3) 芒果 TV 电商中心近期成立，第四增长极即将到来。【哔哩哔哩】持续注重在平台内容运营上的投入，我们判断 B 站在破圈及用户下沉仍有较大空间，其独特的文化内核和平台生态是 B 站坚固的城墙，可以有效抵御短视频的冲击。从短期来看，B 站破圈仍未结束，用户数将继续增长，从长期来看，虽然用户增长存在天花板，但由于平台生态所形成的用户高粘性会成为 B 站未来商业化成长的坚实后盾，建议积极关注。

游戏板块：2020H1 移动游戏行业规模达 1046.73 亿元，同比增长 35.81%，移动游戏占游戏市场比例为 75.04%。游戏出海+买量驱动精品研发+发行格局改善将成为中期投资主线，而云游戏有望成为游戏龙头公司长期发展主线。横向对比来看，全市场增速较快的行业中游戏龙头的估值仍具吸引力，**重点推荐龙头公司【三七互娱】、【完美世界】、【吉比特】和【世纪华通】，以及港股【腾讯控股】、【网易】、【心动公司】。**

生活圈媒体：【分众传媒】电梯点位持续优化收缩，且客户结构向消费客户转移，叠加竞争格局改善及复工复产后收入端的持续回暖，后续公司业绩具有向上高弹性。

表 18、兴证传媒重点推荐的传媒标的

子板块	股票代码	股票简称	9.6 市值 (亿元)	9.6 股价 (元)	EPS			PE		
					2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
游戏	002555.SZ	三七互娱	925	43.81	1.00	1.51	1.78	44	29	25
	002624.SZ	完美世界	698	35.98	0.77	1.23	1.48	47	29	24
	603444.SH	吉比特	434	604.00	11.26	15.36	17.05	54	39	35
	0700.HK	腾讯控股	49635 (亿港元)	518.00 (港元)	9.64	12.21	15.14	34	37	30
	2400.HK	心动公司	187 (亿港元)	41.10 (港元)	0.98	1.06	1.45	19	34	25
视频板块	300413.SZ	芒果超媒	1,304	73.23	0.65	0.85	1.03	113	86	71
	BILI	哔哩哔哩	154 (亿美元)	47.02 (美元)	-0.58	-0.90	-0.55	——	——	——
电影板块	300251.SZ	光线传媒	513	17.49	0.32	0.20	0.42	55	87	42
生活圈媒体	002027.SZ	分众传媒	1,063	7.24	0.13	0.14	0.22	56	52	33

资料来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

表 19、兴证传媒重点推荐的 A 股传媒标的的中报业绩情况 (单位：亿元)

子板块	股票代码	公司	营业收入 (20H1)	YoY	归母净利润 (20H1)	YoY	扣非归母净利润 (20H1)	YoY
游戏	002555.SZ	三七互娱	79.89	31.59%	17.00	64.53%	14.65	54.31%

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

	002624.SZ	完美世界	51.44	40.68%	12.71	24.53%	11.52	18.42%
	603444.SH	吉比特	14.09	31.61%	5.50	18.17%	4.99	12.89%
视频板块	300413.SZ	芒果超媒	57.74	4.90%	11.03	37.30%	9.75	23.72%
电影板块	300251.SZ	光线传媒	2.59	-77.86%	0.21	-80.46%	-0.13	-119.22%
生活圈媒体	002027.SZ	分众传媒	46.11	-19.35%	8.23	5.85%	6.22	62.90%

资料来源: Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

6、风险提示

风险提示：游戏产品不及预期风险，政策监管趋严，影视剧播出效果低于预期。

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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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



START YOUR FINANCE



起点财经，网罗天下报告