

行业研究/深度研究

2020年05月26日

行业评级:

传媒 增持(维持)

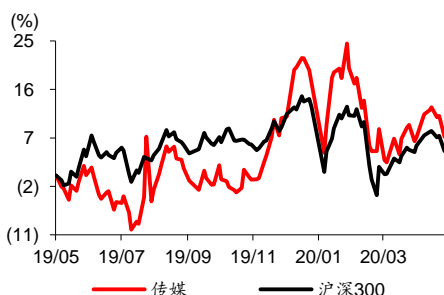
朱璐 执业证书编号: S0570520040004
研究员 zhujun016731@htsc.com

周钊 执业证书编号: S0570517070006
研究员 010-56793958
zhouzhao@htsc.com

相关研究

- 1《传媒: 4月手游高景气, 二次元新游亮眼》2020.05
- 2《传媒/通信: 资源互补, 5G建设迈上新台阶》2020.05
- 3《传媒: 虚幻引擎5发布, 主机游戏再升级》2020.05

一年内行业走势图



资料来源: Wind



重点推荐

股票代码	股票名称	收盘价(元)	投资评级	目标价(元)	EPS(元)				P/E(倍)			
					2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
002555 CH	三七互娱	34.20	买入	39.24-40.55	1.00	1.31	1.57	1.86	34.20	26.11	21.78	18.39
002624 CH	完美世界	42.66	买入	58.56-60.39	1.16	1.83	2.15	2.46	36.78	23.31	19.84	17.34
300770 CH	新媒股份	170.30	买入	203.04-207.55	3.08	4.51	5.91	6.98	55.29	37.76	28.82	24.40

资料来源: 华泰证券研究所

线上娱乐高景气度, 线下将迎复苏

2020年中国市场前瞻—新冠病毒“危”与“机”

把握线上娱乐数字经济高景气方向, 关注线下边际改善

传媒板块 2019 年盈利能力仍处于低点, 主要受近年政策规范化、消化大额商誉等影响, 经过几年的调整, 我们认为板块基本面已接近底部。2020Q1 疫情冲击下, 行业结构分化明显。其中线上部分整体保持高景气度, 线下部分经营承压。投资思路上建议: 1、继续围绕在线方向布局, 包括游戏、在线视频、OTT 等, 我们预计将继续维持高景气; 2、线下随着复工推进, 有望边际改善, 电影及院线、出版、线下营销等领域龙头迎配置良机; 3、关注基于新模式、互联网流量聚集的营销公司、MCN 等, 仍处赛道红利期。

业绩: 19 年整体盈利能力仍处低点, 内部结构分化明显

2019 年传媒板块实现营收 4,975 亿元, 同增 1.03%; 归母净利润-171 亿元, 2018 年为-132 亿。剔除商誉减值影响后, 2019 年归母净利 113.83 亿元, 同降 62.55%, 行业盈利能力仍处于低点。但内部结构分化, 2020Q1 疫情冲击下分化趋势更为明显, 游戏、在线视频、OTT、MCN 等在线方向较景气; 线下娱乐行业如影院等受冲击较为严重, 但复工在即, 同时迎来免征增值税和专项基金等利好政策, 行业有望复苏。

游戏: 复工影响有限, 关注新品及出海表现

随着国内复工的全面展开, 我们预计 2020Q2 上市公司主要游戏产品的用户规模和在线时长环比有所下滑, 但有望维持较高景气度; 另外龙头公司如三七互娱、完美世界等新游戏储备丰厚, 且积极扩品类, 为全年业绩增长提供支撑。游戏出海也值得期待, 由于海外疫情扩散约在 3 月左右, 较国内滞后, 我们认为对游戏公司业绩的影响将更多在 2020Q2 体现。

视频 OTT: 付费率及 ARPU 有望提升

我们认为视频 OTT 的用户活跃度将持续在较高水位, 各平台新内容项目储备丰富、品类齐全, 有利于增加用户粘性。另外各平台重视用户付费习惯培养, 并大力试水超前付费点播模式, 付费率及 ARPU 有望进一步提升。

营销: 结构分化将延续, 关注楼宇媒体复苏、出海广告投放和网红经济

受宏观环境影响营销行业近年来总体较为疲软, 但行业内结构分化趋势明显, 我们认为仍将延续。建议关注: 1) 楼宇媒体拥有强曝光度, 随着复工复产率先回暖; 2) 随着我国企业竞争力增强、疫情下海外线上流量增加, 出海广告投放有望继续高增长; 3) 网红经济营销, 围绕流量聚集的短视频、直播电商、MCN、KOL 等展开, 参与方逐渐拓展, 仍处于赛道红利期。

2020 年传媒投资关注线上高景气度方向, 及线下复苏行业龙头

疫情后行业线上方向有望延续高景气度, 线下方向有望复苏。投资上紧密围绕游戏、视频、OTT、网红营销布局, 关注线下复苏行业龙头, 市占率有望提升。标的建议关注: 三七互娱、完美世界、新媒股份。

风险提示: 疫情冲击影响、内容效果不及预期、线下复工时间超预期。

正文目录

内部分化，线上娱乐高景气度.....	3
2019 年：行业整体仍位于盈利低点，利润受商誉减值影响较大.....	3
2020Q1：线下行业受疫情冲击，线上娱乐经济相对受益.....	4
2020Q2 展望：线上娱乐维持高景气，线下娱乐逐步恢复.....	7
游戏：复工影响有限，关注新品和出海市场，预计全年业绩增长强劲.....	7
视频 OTT：付费率及 ARPU 有望提升.....	7
营销：结构分化将延续，关注楼宇媒体复苏、出海广告投放和网红经济.....	7
电影院线：复工在即，关注内容定档时间及行业集中度提升.....	8
动漫影视：影视制作逐渐恢复，库存去化将持续.....	8
出版：市场将随复工复学逐渐恢复.....	9
游戏：有望继续维持高景气度，关注新品及出海表现.....	10
疫情下新增用户扩大行业用户规模，复工影响有限.....	10
龙头公司新游戏储备丰厚，且积极扩品类.....	11
2020Q2 游戏出海表现值得期待.....	14
视频 OTT：内容加码，付费率及 ARPU 值有望提升.....	15
春节叠加疫情带动各在线视频平台用户规模创新高，复工后有所回落.....	15
会员收入贡献度加大、付费率持续提升.....	15
超前付费点播已成趋势，有望带动付费率和 ARPU 值提升.....	16
平台内容储备充沛，品类齐全，有望继续增强用户粘性.....	17
网红经济提效赋能，芒果好物、大芒计划探索新模式.....	19
OTT：云视听系列 APP 持续领跑市场.....	20
营销：结构分化，关注楼宇媒体复苏、出海广告和网红经济.....	21
楼宇媒体有望回暖，线上短视频广告继续高增长.....	21
出海广告投放业务快速增长.....	22
网红经济持续火热，物流恢复推动行业加速成长.....	23
重点推荐公司.....	24
三七互娱（002555 CH，买入，目标价：39.24~40.55 元）：运营能力突出，游戏出海有望突破.....	24
完美世界（002624 CH，买入，目标价：58.56~60.39 元）：游戏持续高增长，影视有望回暖.....	24
新媒股份（300770 CH，买入，目标价：203.04~207.55 元）：业绩持续高增长，看好付费率提升.....	24
风险提示.....	25

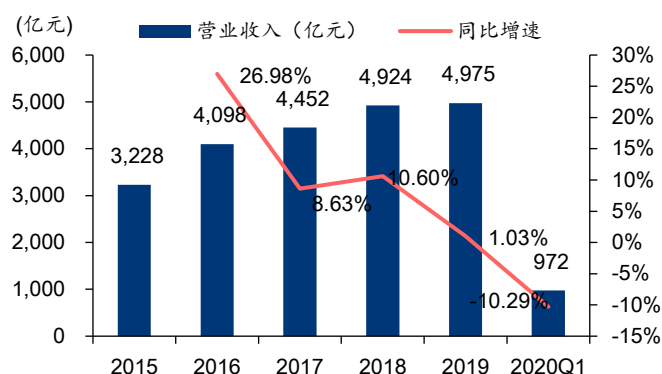
内部分化，线上娱乐高景气度

2019 年：行业整体仍位于盈利低点，利润受商誉减值影响较大

2019 年，传媒板块上市公司（中信 CS 传媒指数 142 家成份股）实现营收 4,974.54 亿元，同比增长 1.03%；归母净利润-170.63 亿元（2018 年-132.18 亿元），2018 及 2019 年行业均为亏损，主要受商誉减值影响。我们对商誉减值损失进行加回调整后，2019 年行业归母净利实现 113.83 亿元，同比下滑 62.55%。在此基础上，剔除持续经营能力可能受限的 ST 公司、暴风集团（300431 CH，无评级）及乐视网（终止上市）后，2019 年行业实现归母净利润 289.63 亿元，同比下降 29.79%。

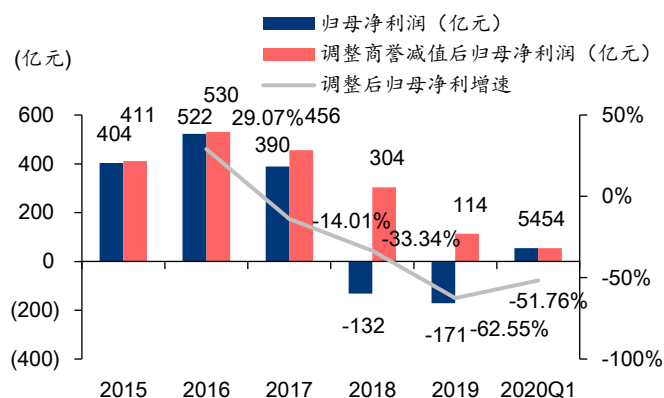
近年来，传媒行业净利润增速逐步放缓。2015-2017 年行业相对较快增长，2018 年起受宏观经济、行业政策、发展阶段等影响，竞争加剧，企业经营环境恶化。2018-2019 年，行业内大量公司出现大幅计提商誉减值的情况，整体归母净利润水平大幅下滑。2019 年行业盈利能力仍处于低点，但少量细分板块及龙头个股有相对出色表现。

图表1：传媒板块 2015-2020Q1 营业收入及同比增速情况



资料来源：Wind、华泰证券研究所

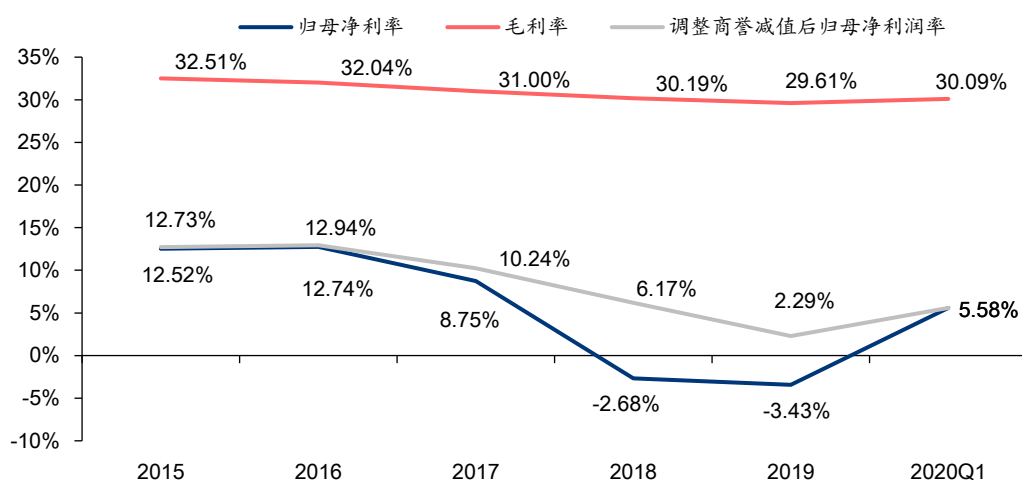
图表2：传媒板块 2015-2020Q1 调整前后利润情况



资料来源：Wind、华泰证券研究所

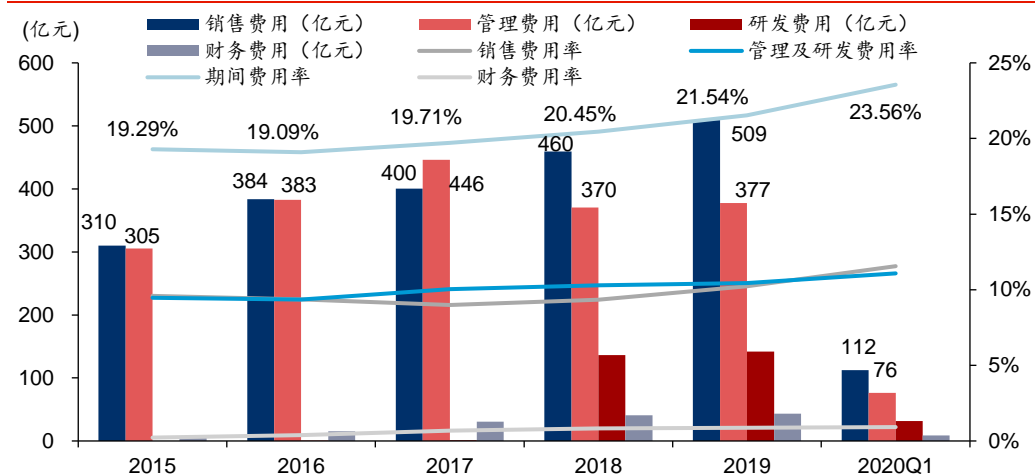
2019 年，传媒板块总体利润率继续下滑，毛利率 29.61%，相比 2018 年下降 0.58pct；归母净利率为-3.43%，剔除大幅商誉减值损失影响后为 2.29%，相比 2018 年调整商誉减值后的归母净利率下降 3.88pct。2018-2019 年，行业整体承压，期间费用率抬升，2019 年为 21.54%，相比 2018 年增加 1.09pct。

图表3：传媒板块 2015-2020Q1 利润率情况



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表4：传媒板块 2015-2020Q1 期间费用及费用率水平



资料来源:Wind、华泰证券研究所

2020Q1：线下行业受疫情冲击，线上娱乐经济相对受益

2020Q1 传媒板块上市公司实现营收 972.44 亿元，同比下滑 10.29%；实现归母净利润 54.28 亿元，同比下滑 51.76%。剔除 ST 公司、暴风集团及乐视网后，2020Q1 归母净利润 57.03 亿元，同比下降 50.45%。行业总体毛利率 30.09%，较 2019 年的 29.61% 上升 0.48pct。叠加疫情影响，期间费用率继续上扬，较 2019 年的 21.54% 上升 2.02pct 至 23.56%。2020Q1 受全球新冠疫情影响，一方面，动漫影视、电影院线等板块企业大量业务无法开展，教育、出版等板块上市公司业绩也受到冲击，但我们预计这些将随疫情缓解及复工复产推进而逐步恢复；另一方面，线上的游戏、视频 OTT 等板块表现较为出色。具体看：

1、游戏：手游持续高景气度，龙头公司表现亮眼

游戏板块 2020Q1 实现营收 207.43 亿元，同比增长 22.78%；归母净利润 53.48 亿元，同比增长 42.76%。剔除世纪华通（002602 CH，无评级）的影响（因 2019 年收购盛跃网络），2020Q1 营收同比增长 15.05% 至 169.39 亿元，归母净利润同比增长 28.02% 至 45.44 亿元。总体看行业继续分化，龙头游戏公司业绩表现突出。

根据中国音像与数字出版协会游戏出版工作委员会（GPC）与国际数据公司（IDC）共同发布的《2020 年第一季度中国游戏产业报告》，2020Q1 我国游戏市场销售收入达 732.03 亿元，较 2019Q4 环比增长 25.22%，较 2019Q1 同比增长 29.71%。其中手游 2020Q1 环比增长 37.6%。从用户角度看，2020Q1 较 2019Q4 新增 200 万人，环比增速 0.31%，市场规模增加主要由疫情期间用户居家时间较长、付费率提升和 ARPU 提高带动。

2、互联网：细分赛道百花齐放

与传媒相关的互联网板块上市公司 2020Q1 实现营收 319.52 亿元，去除收入确认口径不可比的上海钢联（300226 CH，无评级）后，2020Q1 营收为 255.8 亿元，同比增长 31.47%；实现归母净利润 16.15 亿元，同增 20.09%。2020Q1 净利润整体增长的主要原因是东方财富（300059 CH，买入，23.14~23.58 元）盈利高增，20Q1 其净利润同比提升 126.48% 至 8.74 亿元，显著拉升行业净利润水平。另外表现较好的包括：新媒股份（300770 CH，买入，203.04~207.55 元），2020Q1 净利润同比提升 95.61% 至 1.44 亿元，主要受益于 IPTV 用户和增值付费率提升；掌阅科技（603533 CH，无评级）净利润同比提升 78.24% 至 0.55 亿元，主要受益于推出免费阅读+广告创收模式后，公司毛利率及净利率水平提升。

近年来互联网行业持续较快发展，特别是短视频领域表现突出，对行业有积极拉动作用。除短视频外，直播（特别是电商直播带货）高速发展，在线阅读的免费阅读广告变现模式逐渐崛起、在线教育渗透率不断提升，这些领域都实现了较快增长。另外，随着各类互联网服务的内容、运营、渠道不断优化，用户数据分析应用更加广泛，精准的客户定位使得企业用户规模、粘度及价值不断提升。

具体到细分赛道，2020Q1 受新冠疫情影响，人流物流交通受限，电商零售业务受到一定影响，但总体上，互联网金融、视频 OTT、MCN、电商代运营、工业互联网等板块的上市龙头公司业绩表现都较突出，实现快速增长。

3、营销：行业整体受经济影响承压，结构分化，关注新营销方向

营销板块上市公司 2020Q1 实现营收 368.34 亿元，同比增长 1.53%；实现归母净利润 1.84 亿元，同比大幅缩减 88.33%。受疫情影响，2020Q1 国内广告需求较去年同期明显下滑。虽然受整体宏观经济疲软及疫情影响，营销行业业绩承压，但内部存在结构性机会。如在线上数字新营销方向，特别是围绕短视频红利、抖音出海等渠道发展的营销公司业绩表现较为优秀。新一代信息技术降低了广告投放门槛，催化出与互联网、大数据等结合的新时代智能化营销模式，为行业带来新增长点。

建议关注营销公司的内生转型发展，特别是在线上数字营销方向，通过拓展服务附加值较高的营销业务，如积极向 MCN、电商代运营、电商直播等领域转型，凸显新媒体营销的价值。在这个过程中，可以将客户的广告预算资源，匹配到流量增长较快的渠道和平台中，如短视频领域字节跳动（未上市）旗下抖音、华艺汇龙（未上市）旗下快手，以及其他有影响力的自媒体渠道，从而提高广告投放的转化效率。

4、动漫影视：行业基本面筑底，重点消化库存，期待回升

动漫影视板块上市公司 2020Q1 实现营收 35.92 亿元，同比下降 37.93%；实现归母净利润-1.98 亿元（去年同期 3.29 亿元），主要因疫情影响。

受疫情影响，2020Q1 大部分时间影院停业，根据国家电影局数据，2020Q1 全国电影票房规模 22.46 亿元，同降 87.94%；电视剧备案工作也受到一定影响。根据国家广播电视总局，2020Q1 全国电视剧拍摄备案剧目 189 部，同比减少 20.92%；获准发行剧目 38 部，同比减少 9.52%。另外，因疫情原因，2020Q1 部分影视剧的拍摄和后期制作进度有所延后。

5、电影院线：受疫情影响停工，静候复工，供给侧改革存机遇

电影院线板块 2020Q1 实现营收 18.71 亿元，同比下降 79.1%；实现归母净利润-14.6 亿元（去年同期 10.36 亿元）。

2020Q1 受疫情影响，线下影院暂停营业，院线公司均出现不同程度亏损。在此情况下，影院行业经营压力大幅增加，将倒逼行业加速出清，供给侧改革下龙头院线公司有望受益。

6、出版：线下渠道受疫情影响显著

出版板块 2020Q1 实现营收 199.05 亿，同比下滑 18.51%；实现净利润 18.15 亿，同比下滑 38.50%。

根据行业监测机构北京开卷发布的《2020 年第一季度中国图书零售市场分析》，2020Q1 图书零售市场总规模同比下降 15.93%。其中疫情下实体书店客流受疫情影响严重，实体店图书销售同比下降 54.79%；网店销售同增 3.02%。我们认为随着疫情缓解和复工持续推进，图书市场需求有望恢复。

7、广电：传统业务继续下滑，IPTV/OTT 等持续提升

广电板块 2020Q1 实现营收 103.66 亿元，同比下降 5.4%；实现净利润 1.12 亿元，同比大幅下滑 92.41%。主要受疫情影响，上门安装、维护等服务受限，固定成本较高，影响利润水平。

广电行业近年来呈内部分化态势。有线电视等传统业务自 16 年 Q4 起持续下滑，IPTV/OTT 业务增速较快。根据格兰研究发布的《2020 年第一季度中国有线电视行业季度发展报告》，2020Q1 我国有线电视用户总数 2.06 亿户，较 2019Q1 减少 1512.8 万户，降幅 6.83%，环比 2019Q4 减少 310.4 万户，降幅 1.48%。据工信部，截至 2020Q1 我国 IPTV 总用户数达 2.99 亿户，较 2019Q1 增长 0.27 亿户，增幅 9.93%。据奥维云网，2020 年 3 月，OTT（智能电视+盒子）日均活跃终端数达 1.05 亿台，较上年同期增长 16.28%，环比 2020 年 2 月降低 7.90%。广播电视受到互联网新媒体冲击，有线电视收视人数自 16 年 Q4 起连续 14 个季度下滑，IPTV 及 OTT TV 用户规模和渗透率提升。

8、教育：疫情下线上教育加速渗透

教育板块 2020Q1 实现营收 45.97 亿元，同比下滑 31.71%，实现净利润-1.4 亿元（去年同期为 3.48 亿元）。2020Q1 受疫情影响，教育相关上市公司线下业务全面停滞无法开展，复课时间推迟。同时部分职业考试推迟，对应培训业务收入也受到影响，虽然期间在线教育业务增长较快，但行业公司整体业绩同比仍出现显著下滑。疫情下，在线教育整体快速增长，渗透度快速提升。

2020Q2 展望：线上娱乐维持高景气，线下娱乐逐步恢复

展望 2020Q2，我们认为线上娱乐依然保持高景气度，复工对在时长的影响较小，另外疫情间新增的用户、新培养的用户习惯将有一定留存；线下娱乐方面，随着复工的推进，将迎来边际改善乃至恢复正常，具体看各个主要方向：

游戏：复工影响有限，关注新品和出海市场，预计全年业绩增长强劲

随着国内复工全面展开，我们估计 4 月游戏的用户规模和在线时长环比 3 月均有所下滑，但总体将保持较高水准，同比仍有较快增长。一方面，疫情期间新增的游戏用户实现一定留存，有效扩大用户基本盘；另一方面，老游戏历经更新迭代，产品更为精细化，用户粘性更强，且各主要厂商新游储备丰厚，后续带来新增量。另外，游戏出海也值得期待。疫情下海外游戏市场需求也增长。由于海外疫情扩散约在 3 月左右，较国内滞后，我们认为对游戏公司业绩的影响将更多在 2020Q2 体现。从 Steam 在线人数及游戏玩家统计可以看出，2020 年 4 月其在线人数的日平均峰值、游戏玩家的峰值分别约为 2,359 万、817 万，较 2020 年 3 月的 1,983 万、725 万环比增长 18.99%、12.73%。中国手游在海外的竞争力近年来持续提升，有望在海外游戏市场的流量增长中获益。

视频 OTT：付费率及 ARPU 有望提升

根据 Questmobile，受春节叠加疫情影响，各在线视频平台 2020 年 2 月用户规模均创历史新高，3 月后有所回落，但幅度较小。我们对 2020Q2 及全年在线视频行业景气度仍保持乐观，主要基于：

- 1、内容是吸引用户的核心竞争力。从爱奇艺(IQ US, 无评级)、腾讯视频(腾讯(0700 HK, 无评级)旗下)、优酷(阿里巴巴(BABA US, 无评级)旗下)、芒果 TV(芒果超媒 (300413 CH, 无评级)旗下)等各平台披露的 2020Q2 储备内容来看，剧集和综艺节目都较为丰富，品类齐全，其中不乏市场期待度较高的作品，有助于提升用户粘性；
- 2、用户活跃度上，我们认为将保持在较高水位。一方面疫情期间形成的观看习惯有望得到一定留存；一方面由于在线视频平台将持续上新留住用户；
- 3、付费率和 ARPU 值有望进一步提升。会员收入在在线视频平台营收中的重要性近年来持续提升，也是各平台重点培育的营收方向。爱奇艺、腾讯视频、芒果 TV 付费率近年来均持续走高，根据腾讯(0700 HK, 无评级) 2020Q1 季报，腾讯视频付费率首次超 20%达 20.89%。另外，各大平台大力试水超前付费点播模式，进一步拓宽会员收入，有望推动付费率和 ARPU 值进一步提升；
- 4、积极培育新模式。典型如芒果超媒(300413 CH, 无评级)推出的“芒果好物”、“大芒计划”，结合网红经济与直播带货，孕育新的增长点。

营销：结构分化将延续，关注楼宇媒体复苏、出海广告投放和网红经济

受宏观环境影响，近年来营销行业较为疲软，2020Q1 疫情加重了行业压力，大多公司业绩表现不佳。但与此同时，行业内结构分化趋势明显：根据第三方监测机构 CTR 数据，线下广告中，2020Q1 线下广告市场各媒体刊例收入大多同比大幅下滑。受疫情影响较多的 2020 年 2 月，报纸、杂志等纸媒同比下降 30%以上，广播媒介同比下降 39.8%。电梯 LCD 媒体相对坚挺，2020 年 3 月实现同比增长 1.5%；线上广告中，短视频广告、直播带货领域表现较为亮眼。根据艾瑞网，其中 2020Q1 信息流广告市场份额同比增加 12pct，主要由短视频广告带动。另外，出海广告投放领域也有较好表现。

总体我们认为，行业分化趋势仍将持续，关注结构化机会，主要围绕：

- 1、线下广告的楼宇媒体位于人们工作、居家场景中，拥有强曝光度，广告价值依然凸显。随着经济恢复，我们预计广告主投放将出现回暖，楼宇媒体广告逐渐恢复；
- 2、出海广告投放。由于我国互联网、游戏等产品的竞争力增强、国内市场相对红海，广告主出海投放广告的需求近年来持续增加。疫情带动海外用户在线时间增加更催化了这种需求，尤其是针对线上用户的游戏类、应用类、电子商务类等企业广告主。我们预计 20Q2 及全年出海广告投放持续高增长；
- 3、网红经济营销，主要围绕短视频、直播电商、MCN、KOL 等展开。建议关注营销公司的内生转型发展，特别是线上数字营销方向，通过拓展服务附加值较高的营销业务，如积极向 MCN、电商代运营、电商直播等领域转型，凸显新媒体营销价值。在这过程中，将客户的广告预算资源匹配到流量增长较快的渠道和平台中，如短视频里的抖音、快手，以及其他有影响力的自媒体渠道，提高广告投放的转化效率。

电影院线：复工在即，关注内容定档时间及行业集中度提升

电影及院线行业主要需等待复工的时间窗口。2020 年 5 月 8 日，国务院印发《关于做好新冠肺炎疫情常态化防控工作的指导意见》。《意见》第 9 条提出按照相关技术指南，在落实防控措施的前提下采取预约、限流等方式开放影剧院、游艺厅等密闭式娱乐休闲场所。

此项政策出台是在国务院层面对影院行业复工方案做出的指导，我们认为在疫情基本得到控制的背景下，经历长时间停工的影院行业，终于迎来复工曙光。关于具体复工时间，在国务院发文之后，还需要等候国家电影局和各地电影局的具体安排。例如，据新华社报道，贵州省应对新冠肺炎疫情防控领导小组办公室 5 月 19 日发布《关于调整影剧院、会议、会展活动疫情防控措施的通告》称，“贵州将全面开放影剧院和会议会展活动。在全面开放影剧院方面，贵州明确将采取预约、限流等方式开放，观影人数不能超过额定座位的 50%。”我们推测全国应为分时间分地区陆续放开，时间点可能集中在 5 月底 6 月左右。

另外，我们认为影院复工后，产能恢复至往年的正常水平需要一定时间，其中内容的供给将是重要影响因素。我们认为短期内可能以一些经典旧片复映为主，新的商业大片预计将在 6 月-7 月或之后陆续上映。

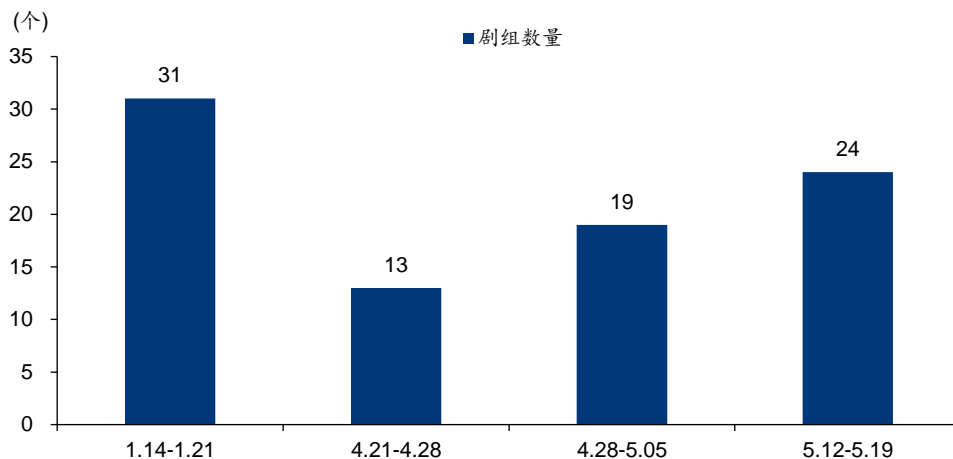
经过 1 月底以来的调整，我们认为当前板块已充分反映疫情冲击，是较好的配置时点：

- 1、短线看，关注复工时间和电影定档等消息面催化；
- 2、中长线看，关注行业出清情况。我们认为复工后，由于产能恢复至正常水平需要时间，而影院的刚性支出包括房租、水电、人工等将增加，中小影院经营压力反而可能会增大，利于行业并购整合。建议关注资金实力雄厚、高管团队较为积极进取的影院上市公司。

动漫影视：影视制作逐渐恢复，库存去化将持续

影视行业受疫情影响较为严重，一是影院停业，电影无法上映；二是拍摄进程受阻。5 月 7 日，爱奇艺（IQ.US，无评级）、腾讯视频（未上市）、优酷（未上市）等在线视频平台联合正午阳光（未上市）、华策影视（300133CH，无评级）、柠萌影业（未上市）、慈文传媒（002343CH，无评级）、耀客传媒（未上市）、新丽传媒（未上市）等影视制作机构联合发布倡议书，根据倡议书披露：“疫情期间影视剧行业有大约 60 个剧组停拍，100 个项目延迟，预计 2020 年电视剧产量将比 2019 年减少 30%”。

随着疫情得到控制，影视剧复工进程加快。根据国内最大的影视制作基地之一横店影视城官方披露，横店影视城从 4 月 21 日重新开始披露剧组动态，从 4 月 21 日-5 月 19 日近三周的情况来看，整体复工进度推进明显，逐步接近疫情前水准。

图表5：横店影视城剧组复工进展

资料来源：横店影视城、华泰证券研究所

从上线剧集来看，根据云合数据，2020Q1“爱优腾芒”（爱奇艺、优酷、腾讯视频、芒果TV）共上线国产网剧 133 部，较 2019 年同期多 36 部。受疫情影响，2020Q1 全网连续剧累计有效播放量达 1,457 亿，同比增长 9%；2020Q1 网络剧有效播放量比 2019Q1 增 58%。根据骨朵数据及各大视频平台披露，至 5 月 14 日 2020Q2 待播剧集约 59 部，我们预计后续有望继续增加，我们认为 2020Q2 影视剧上线数量将保持高位，影视剧行业库存去化将持续。

出版：市场将随复工复学逐渐恢复

根据北京开卷发布的《2020 年第一季度图书零售市场分析》，2020 年 3 月起疫情好转，实体书店、印刷厂逐渐复工，网店销售码洋及新书动销品种数均有回升。20Q1 教辅教材所占码洋比重同增明显。根据第三方监测机构中金易云发布的《2020 年一季度图书市场数据报告》，2020 年 1 月 23 日至 2 月 29 日，实体店零售码洋同降 90.18%。3 月起疫情好转，全国陆续复工，当月实体店零售码洋同降 59.43%，降幅缩小明显。其中，文化教育类图书零售恢复较快，1 月 23 日至 2 月 29 日同降 87.26%，3 月同降 49.89%，降幅小于其他各类 10-20pct。我们认为，随着 2020Q2 各地陆续复学，K12 教辅销售预计回暖，同时线下零售逐渐复工，书店零售将企稳回升，图书销售总量有望回升。

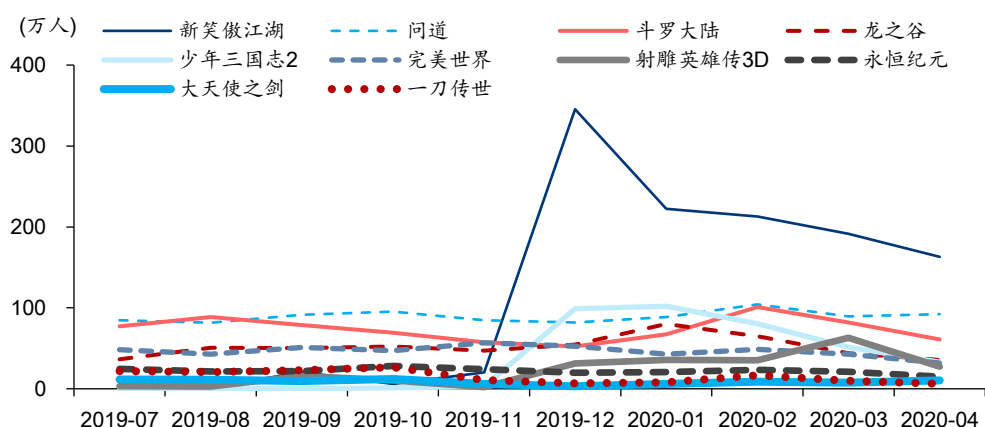
游戏：有望继续维持高景气度，关注新品及出海表现

疫情下新增用户扩大行业用户规模，复工影响有限

疫情背景下，2020Q1 游戏等线上娱乐需求激增，国内游戏市场实现高速增长。根据中国音像与数字出版协会游戏出版工作委员会（GPC）与国际数据公司（IDC）共同发布的《2020 年第一季度中国游戏产业报告》，2020Q1 我国游戏市场销售收入达到 732.03 亿元，较 2019Q4 环比增长 25.22%，较 2019Q1 同比增长 29.71%。其中移动游戏表现尤为亮眼，根据伽马数据发布的《疫情防控期间游戏产业调查报告》，2020Q1 我国移动游戏市场实际销售收入达到近 550 亿元，同增逾 49%。2020Q1 国内游戏市场高增长主要来源于老游戏的优异流水表现。

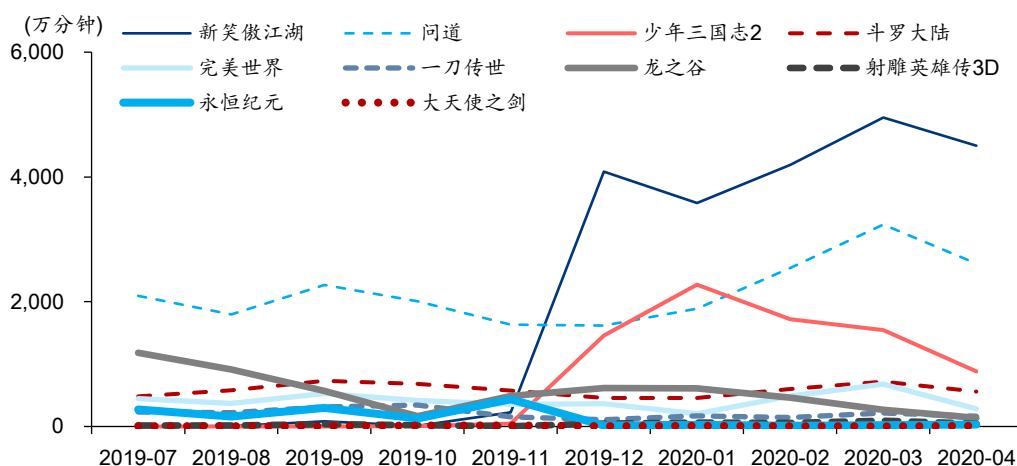
随着疫情逐步得到控制，2020Q2 游戏活跃用户规模、在线时长较 2020Q1 预期有一定下滑，但我们估计幅度不会太大。根据伽马数据发布的《2020 年 4 月移动游戏报告》，2020 年 4 月，移动游戏市场销售收入接近 160 亿元，同比增长 24.4%，但环比略有降低。根据 Quest Mobile，A 股上市公司主要游戏产品的用户规模和在线时长较 2020 年 3 月有所下滑。

图表6：2019 年 7 月-2020 年 4 月 A 股上市游戏公司的主要游戏产品月活跃用户数



资料来源：QuestMobile、华泰证券研究所

图表7：2019 年 7 月-2020 年 4 月 A 股上市游戏公司的主要游戏产品月日均使用时长



注：月日均使用时长指在统计周期(月)内，该 App 的每日总使用时间的平均值。

资料来源：QuestMobile、华泰证券研究所

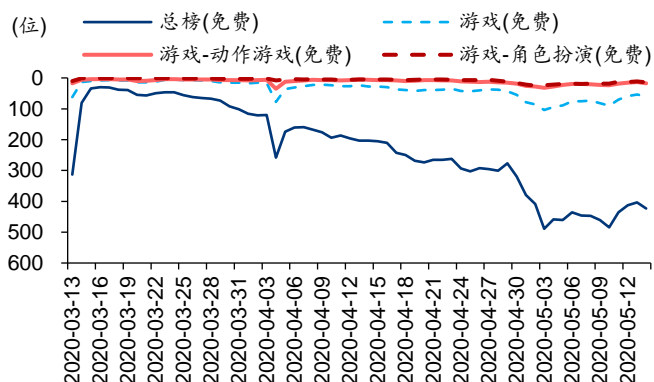
我们认为，疫情下带来的新游戏用户将有一定留存，利于游戏市场的长远表现。2020Q1 疫情给游戏行业带来新的用户增量，游戏活跃度显著提升，我们认为这部分新增用户将实现一定留存，从而扩大游戏行业用户基本盘；另外，品质较高、运营能力较强的游戏的用户粘性将更强，这部分游戏大多集中在上市公司中，有望为业绩做出持续贡献。

龙头公司新游戏储备丰厚，且积极扩品类

众多新游有望在 2020 年内陆续上线。在游戏版号总量控制的背景下，我们认为新游戏将愈发精细化，追求更高质量，以充分利用版号资源。2020Q2 依然有众多新游等候上线。根据各上市公司 2019 年年报、官网数据，我们预计完美世界（002624 CH，买入，58.56~60.39 元）有望在 2020Q2-Q4 上线《新神魔大陆》、《梦幻新诛仙》、《战神遗迹》，其中《新神魔大陆》作为经典端游 IP 转手作品，延续团队 MMORPG 专业研发能力；三七互娱（002555 CH，买入，39.24~40.55 元）有望在 2020Q2-Q4 上线《斗罗大陆 3D》、《荣耀大天使》，其中《斗罗大陆 3D》为同名小说 IP 改编的 ARPG 游戏，充分发挥公司研运一体优势；吉比特（603444 CH，无评级）有望在 2020Q2-Q4 上线《匠木》、《魔渊之刃》、《精灵魔塔》等；游族网络（002174 CH，无评级）有望在 2020Q2-Q4 上线《荒野乱斗》、《少年三国志：零》、《新盗墓笔记》等，其中《少年三国志：零》为“少年三国志”系列的新作；世纪华通有望在 2020Q2-Q4 上线《龙之谷 2》、《庆余年》、《传奇天下》、《彩虹联萌》，其中《龙之谷 2》作为公司经典 IP 衍生手游，在预约期间就已展现较高潜力。

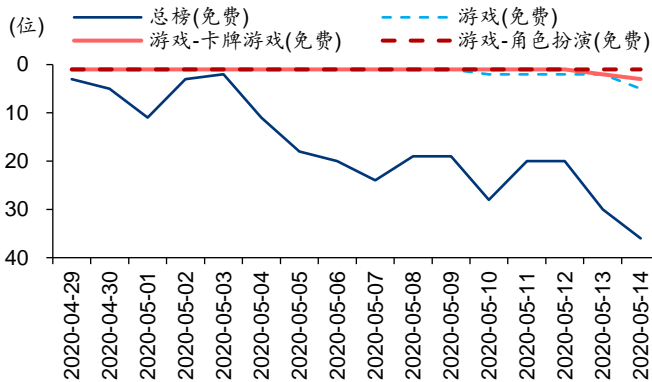
2020Q2 已上线新游表现出色。根据七麦数据，三七互娱 3 月上线、4 月正式公测的游戏《末日沙城》，上线即冲入角色扮演类游戏免费榜前十，在角色扮演类游戏中连续 21 天排名前三；游族网络主推产品《山海镜花》4 月 29 日上线，连续 11 天获得 APP store 游戏免费榜第一，5 月 5 日累计下载量即突破 500 万，截至 5 月 11 日，官方宣布下载量已突破 700 万；此外，昆仑万维（300418 CH，无评级）《仙剑奇侠传移动版》三月底上线以来也冲入过游戏免费榜前三；世纪华通 4 月 28 日上线端游《热血传奇怀旧版》，截至 5 月 16 日已两次加开服务器，游戏热度较高。

图表8：三七互娱末日沙城上线以来 APP store 应用排名



资料来源:七麦数据、华泰证券研究所

图表9：游族网络山海镜花上线以来 APP store 应用排名



资料来源:七麦数据、华泰证券研究所

龙头公司积极扩品类，扩大用户圈层。2020Q2-Q4 龙头公司的游戏储备中新游类型丰富，均在积极扩充品类，挖掘更多潜在用户群体。如三七互娱（002555 CH）预上线产品涵盖 ARPG、修仙放置、模拟经营、MMO、RPG、战争 SLG 等多个品类；完美世界（002624 CH）预上线产品包括 MMORPG、二次元、开放世界 RPG、Roguelike、横向卷轴等多个品类。丰富的游戏品类可以帮助更为充分地开拓用户市场，释放增长潜能。各上市公司 2020 年新品储备丰富，游戏质量以及流水表现值得期待。

图表 10: A 股主要游戏公司 2020 年游戏储备情况

公司	游戏名	类型	备注	来源
三七互娱	末日沙城	ARPG	4 月 1 日已公测	公司年报、公司官网
	斗罗大陆 3D	ARPG	预计 Q2 上线	公司年报、公司官网
	代号传奇 S	ARPG	预计 Q2 上线	公司年报、公司官网
	代号修仙	修仙放置	预计 Q2 上线	公司年报、公司官网
	日理万姬	模拟经营, 韩国	预计 Q2 上线	公司年报、公司官网
	荣耀大天使	MMO		公司年报、公司官网
	代号魔幻	RPG, 代理		公司年报、公司官网
	代号永恒	RPG, 代理		公司年报、公司官网
	代号 NB			公司年报、公司官网
	代号荣耀			公司年报、公司官网
	Final Order	战争 SLG		公司年报、公司官网
	希望	RPG, 代理		公司年报、公司官网
	第五都市	RPG		公司年报、公司官网
	新神魔大陆	MMORPG	已开启预约, 预计 Q2 上线	公司年报、公司官网
	梦幻新诛仙	MMORPG	已开启预约	公司年报、公司官网
完美世界	战神遗迹	RPG	已获版号	公司年报、公司官网
	梦间集 2	二次元 ARPG	已开启预约	公司年报、公司官网
	幻塔	开放世界 RPG		公司年报、公司官网
	旧日传说 (原名奈奥格之影)	Roguelike	已开启预约	Taptap、公司年报、公司官网
	非常英雄手游	横向卷轴	已开启预约, 预计 6 月上线	Taptap、公司年报、公司官网
	一拳超人	二次元		公司年报、公司官网
		端游+主机		公司年报、公司官网
	Magic Legends	端游+主机		公司年报、公司官网
	非常英雄 2	端游+主机		公司年报、公司官网
	面条人	端游+主机, 代理	即将开启预约	公司年报、公司官网
世纪华通	热血传奇怀旧版		4 月已上线	公司年报、公司官网
	龙之谷 2	MMO	预计 Q2 上线	公司年报、公司官网
	传奇天下		预计 Q2 上线	公司年报、公司官网
	彩虹联萌		已开启预约、预计 Q2 上线	Taptap、公司年报、公司官网
	庆余年	影视 IP	已开启预约	公司年报、公司官网
	代号: 远征	魔幻题材 MMO		公司年报、公司官网
吉比特	匠木	空间解密	预计 Q2 上线	公司年报
	魔渊之刃	Roguelike	已开启测试预约, 预计于 20 年下半年上线	公司年报
	一念逍遥	放置修仙	预计于 20 年下半年上线	公司年报
	纪元: 变异 (PC 版)	赛博朋克	预计年内登录 PS 和 Steam 平台	公司年报
	最强蜗牛 (港澳台)	放置 RPG	预计 20 年中在港澳台地区上线	公司年报
	不朽之旅: 重生	放置	预计于 20 年下半年上线	公司年报
	精灵魔塔	Roguelike	预计于 20 年下半年上线	公司年报
	冒险与深渊	像素放置养成	上线时间未定	公司年报
	巨像骑士团	策略	上线时间未定	公司年报
	石油大亨	模拟经营	PC 转手作品, 预计 20 年内上线	公司年报
游族网络	山海镜花	二次元	4.29 已上线	公司官网
	荒野乱斗	MOBA	预计 6.9 上线	公司官网
	少年三国志 2 (韩国)	策略卡牌	预计六月韩国上线	游族网络:2020 年 4 月 30 日投资者关系活动记录表
				游族网络:2020 年 4 月 30 日投资者关系活动记录表
	少年三国志: 零	策略卡牌	预计六月初国内上线	游族网络:2020 年 4 月 30 日投资者关系活动记录表
				游族网络:2020 年 4 月 30 日投资者关系活动记录表
	权力的游戏凛冬将至 (海外版)	策略	预计 Q2 上线	2020 年 4 月 1 日全景网投资者互动
	新盗墓笔记	RPG	预计暑期上线	游族网络:2020 年 4 月 30 日投资者关系活动记录表
				游族网络:2020 年 4 月 30 日投资者关系活动记录表
	王者围城	RPG	预计六月上线欧美市场	游族网络:2020 年 4 月 30 日投资者关系活动记录表
掌趣科技	Infinity Kingdom	SLG	先行在欧美区域进行推广, 已在海外测试	公司年报
	一球超神	休闲 MOBA		广电总局
	真红之刃	MMORPG		公司年报
	热血足球	足球休闲		广电总局
	街霸: 对决	策略格斗类	授权腾讯, 已开启全平台预约	公司年报
	王者罗兰	MMORPG		广电总局

姚记科技	黑暗之潮	RPG		公司年报
	罗兰创世录	3DMMO		公司年报
	那些需要守护的			公司年报
	修普诺斯			公司年报
	一拳超人：最强之男（海外）	二次元	陆续上线海外地区	公司年报
宝通科技	新版《小美斗地主》			姚记科技:2020 年 4 月 30 日投资者关系活动记录表
	WST	模拟经营	预计 Q2 上线	公司年报
	奇幻滑雪 3	VR	预计 Q2 上线	公司年报
	龙之怒吼	MMO		公司年报
	剑侠情缘 2	MMO		公司年报
	梦境链接	策略		公司年报
	食物语	女性向	港台已上线	公司年报
	新笑傲江湖	MMO		公司年报
	造物法则 2	MMO		公司年报
	王者围城	MMO		公司公告：宝通科技调研活动信息 20200420
	决战三国	SLG		公司公告：宝通科技调研活动信息 20200420
	Dragon storm fantasy	MMO		公司公告：宝通科技调研活动信息 20200420
	终末阵线：伊诺贝塔	二次元、自研	预计 Q4 会上线国内	公司公告：宝通科技调研活动信息 20200420
巨人网络	帕斯卡契约	动作类、安卓版	预计 Q2 上线	公司年报
	新款征途手游	MMO		公司年报
	球球大作战 2	休闲		公司年报
	项目 1	放置		公司年报
	项目 2	放置		公司年报
	项目 3	养成		公司年报
	项目 4	射击类		公司年报
	项目 5	弹幕射击类，代理		公司年报
昆仑万维	项目 6	体育竞技类，代理		公司年报
	仙剑奇侠传移动版	MMO	中国大陆 3 月底上线，计划 Q2 在港澳台地区发行	公司年报
凯撒文化	圣境之塔	MMO		公司年报
	洛奇	MMO	等待版号	公司年报
	火影忍者	二次元、角色扮演		公司年报
	幽游白书	二次元、角色扮演		公司年报
	航海王	二次元、角色扮演		公司年报
	镇魂街	二次元、角色扮演		公司年报
	妖精的尾巴	二次元、角色扮演		公司年报
	新三国荣耀	二次元、角色扮演		公司年报
	遮天修仙录（暂定名）	二次元、角色扮演		公司年报
	银之守墓人	二次元、角色扮演		公司年报
	魔法学徒的一天	3D、放置类		公司年报
	报告船长	RPG		公司年报

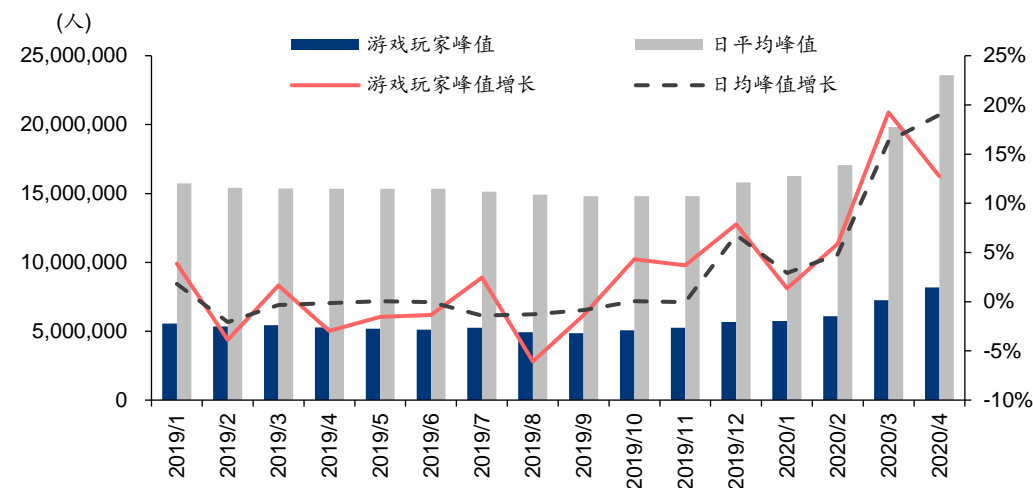
掌趣科技（300315 CH，无评级）、宝通科技（300031 CH，买入，25.60~26.61 元）、姚记科技（002605 CH，无评级）、巨人网络（002558 CH，无评级）、凯撒文化（002425 CH，无评级）

资料来源：Wind、华泰证券研究所

2020Q2 游戏出海表现值得期待

出海游戏表现值得期待。受疫情影响，海外游戏市场也迎来需求增长。由于海外疫情扩散约在 3 月左右，较国内滞后，我们认为对游戏公司业绩的影响将更多在 2020Q2 及之后体现。从 Steam 在线人数及游戏玩家统计可以看出，2020 年 4 月其在线人数的日平均峰值、游戏玩家的峰值均较 2020 年 3 月继续攀升，显示出海外游戏市场在 2020Q2 的景气度有望继续提高。

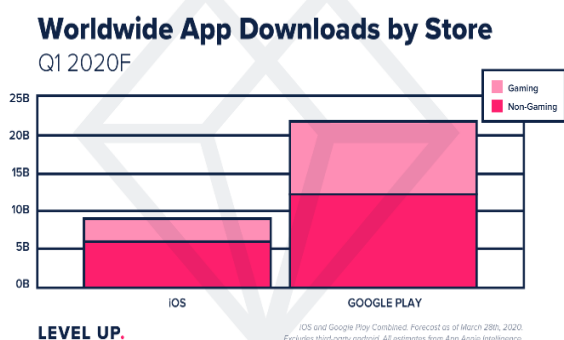
图表11： 2019 年 1 月-2020 年 4 月 Steam 日平均峰值及游戏玩家峰值



资料来源：Steam 官网、华泰证券研究所

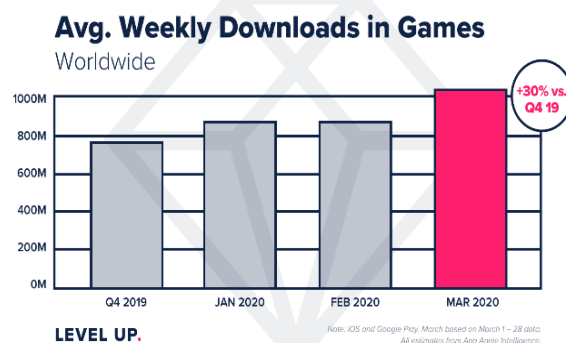
据 App Annie，2020Q1 全球用户的游戏下载量超过 130 亿次，同比增长 25%；手游收入超过 167 亿美元，环比增幅 5%。Sensor Tower 预计 2020 全年移动游戏的下载量将达到 562 亿次，同比增长 33%。而 2019 年的全球移动游戏下载量增速为 10.4%。

图表12： 2020 年第一季度全球应用下载量



资料来源：App Annie、华泰证券研究所

图表13： 全球游戏应用平均周下载量



资料来源：App Annie、华泰证券研究所

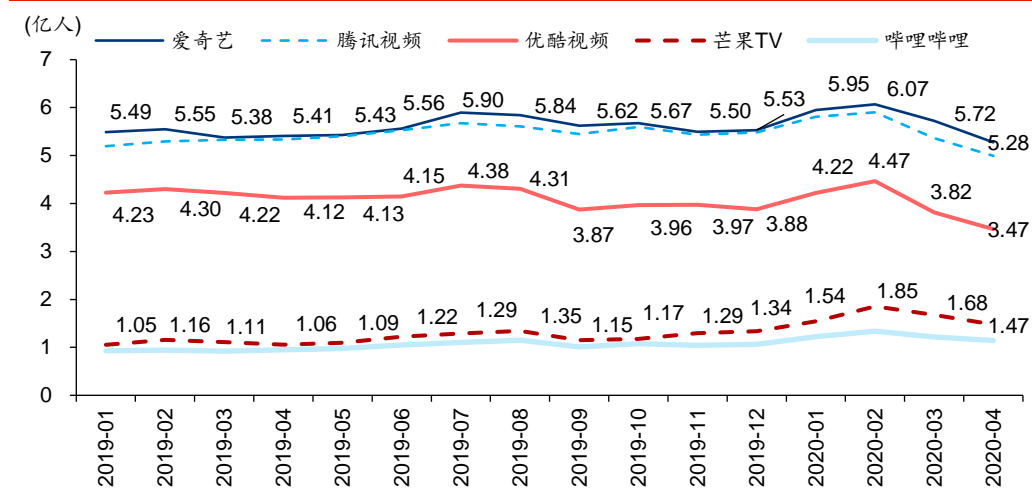
目前国内手游在海外具有较强竞争力，期待 2020Q2 及之后的表现。根据中国音像与数字出版协会游戏出版工作委员会（GPC）与国际数据公司（IDC）共同发布的《2020 年第一季度中国游戏产业报告》，2020Q1 我国自主研发游戏海外市场销售收入达 37.81 亿美元，环比增长 31.19%，同比增长 40.56%；2020Q1 我国自主研发游戏海外重点地区收入分布中，美国的收入占比达到 29.80%，日本的收入占比达到 23.38%，韩国收入占比为 14.40%，三个地区合计占比达到 67.58%，持续占据中国游戏公司重点海外拓展区域前三甲。

视频 OTT：内容加码，付费率及 ARPU 值有望提升

春节叠加疫情带动各在线视频平台用户规模创新高，复工后有所回落

月活用户规模方面，根据 Questmobile 数据，受春节叠加疫情期间流量红利影响，2020Q1 各主要在线视频平台月活跃用户数均保持较高水平；尤其是 2 月，各平台月活数均到达历史高点。其中，爱奇艺领跑，腾讯视频则紧随其后。3 月后随着复工复学的推进，各平台月活数均有所回落。

图表14： 2019 年 1 月-2020 年 4 月主要在线视频平台月活跃用户数（亿）（iOS & Android）

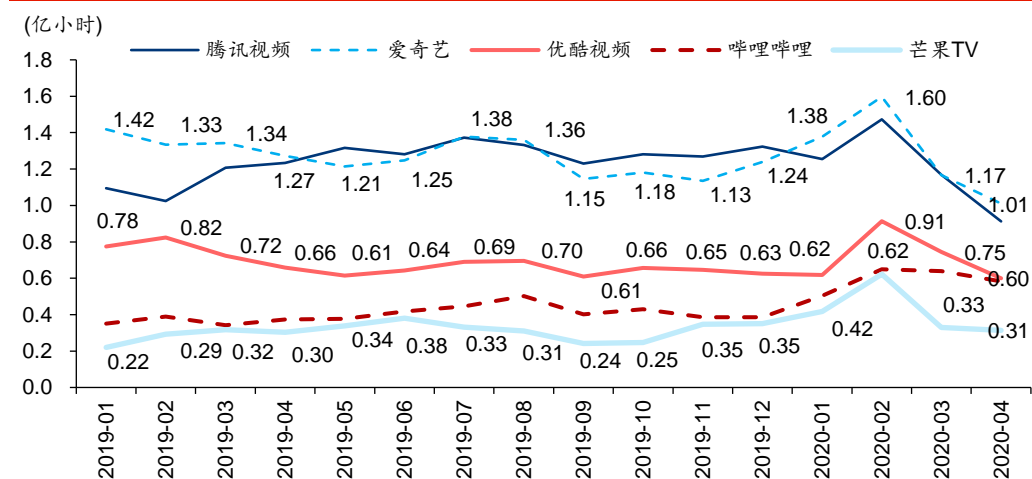


注：月活跃用户数指在统计周期（月）内，至少启动过一次该 App 的设备数。

资料来源：Questmobile、华泰证券研究所

使用时长方面，各平台用户在 2020Q1 使用时长均呈现“倒 V 型”，即在 2 月的时长有较明显增长。其中爱奇艺在 2020 年前三个月分别以 1.38、1.60、1.17 亿小时的月日均使用时长领跑全网；腾讯视频、优酷、哔哩哔哩（BILI US，无评级）、芒果 TV 位列其后。

图表15： 2019 年 1 月-2020 年 4 月主要在线视频平台月日均使用时长（亿小时）（iOS & Android）



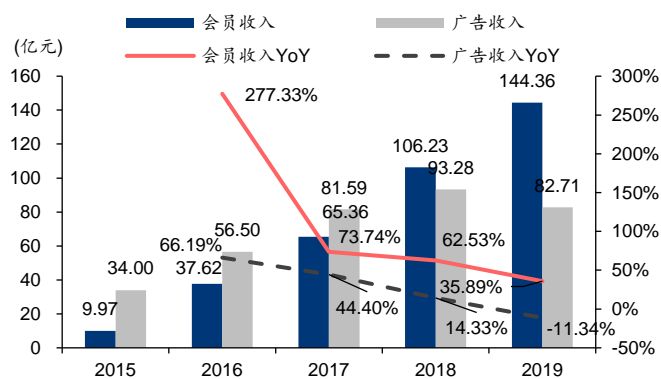
注：月日均使用时长指在统计周期（月）内，该 App 的每日总使用时的平均值。

资料来源：Questmobile、华泰证券研究所

会员收入贡献度加大、付费率持续提升

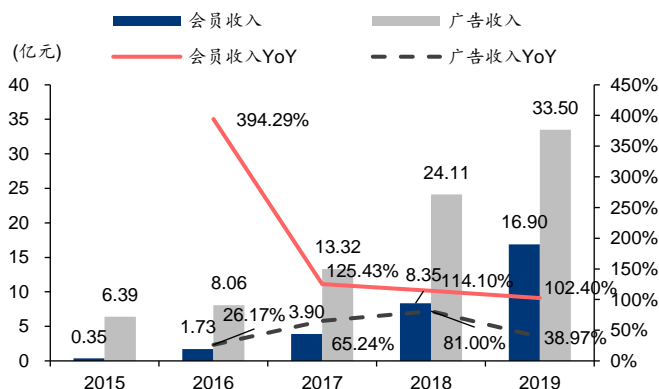
随着用户对视频质量要求的提高以及对无广告、优先观看等特权需求的增加，会员付费收入占比重要性提升。以爱奇艺为例，根据其 2019 年财报，2019 年平台总营收 290 亿元，其中在线广告服务收入 82.71 亿元，占总营收 28.53%，而会员付费收入达 144.36 亿元，占总营收 49.79%；根据芒果超媒 2019 年报，2019 年其广告收入仍超过会员收入，但会员收入同比增长 102.4% 达 16.9 亿元，我们预计未来将保持高增长。

图16: 2015-2019 年爱奇艺会员收入、广告收入及 YoY



资料来源:公司公告、华泰证券研究所

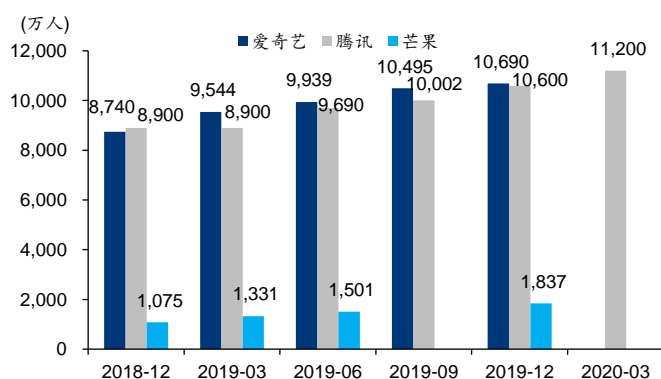
图17: 2015-2019 年芒果超媒会员收入、广告收入及 YoY



资料来源:公司公告、华泰证券研究所

根据各平台 2019 年报披露,至 2019 年末,爱奇艺付费会员数已达约 1.07 亿人,同比增长 22.31%;腾讯视频付费会员数达 1.06 亿人,同比增长 19.1%;芒果 TV 付费会员数达 0.18 亿人,同比增长 70.88%,增幅较大主要与其成长阶段相关,且得益于其优质的综艺和影视剧内容。根据腾讯 2020Q1 季报,至 2020Q1 末腾讯视频付费会员数达 1.12 亿人,同比增长 25.84%。

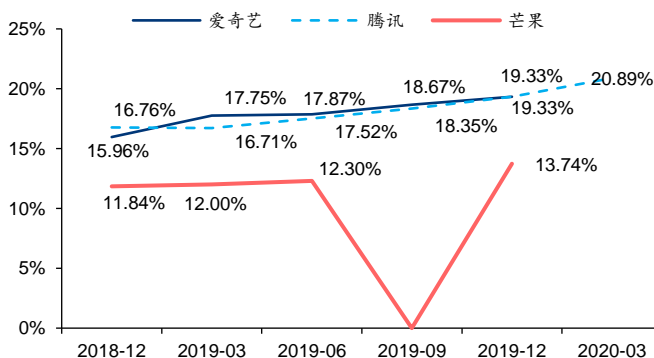
图18: 2018-2020Q1 末主要在线视频平台付费用户数



注: 芒果 TV 2019Q3、2020Q1 未披露付费用户规模

资料来源:公司公告、华泰证券研究所

图19: 2018-2020Q1 主要在线视频平台付费率



注: 付费率=在线平台付费用户数/活跃用户数, 2019-09 芒果 TV 付费率数据缺失

资料来源:公司公告、Questmobile、华泰证券研究所

各平台付费率近年来均持续走高。我们根据各家平台付费用户数(来源于公司公告)与活跃用户数(来源于 Questmobile)之比计算出付费率。2019 年末,爱奇艺与腾讯视频的付费率均达 19.3%,爱奇艺较 2018 年末增加 3.37pct,腾讯视频较 2018 年末增加 2.57pct;芒果 TV 付费率达 13.74%,较 2018 年末增加 1.90pct。2020Q1,腾讯视频付费率首次超 20%,达 20.89%。

超前付费点播已成趋势,有望带动付费率和 ARPU 值提升

2019 年 8 月,腾讯视频独家播出的大热古装仙侠剧《陈情令》开启了超前点播会员服务模式,成为国内第一部付费点播网剧。2019 年底,腾讯视频和爱奇艺联合推出古装剧《庆余年》,腾讯在 2019 年报中指出,《庆余年》电视剧“大获成功”。2020 年 3 月,优酷推出《重生》、《叹息桥》,芒果 TV 与优酷联合推出《三千鸦杀》,先后正式入局付费点播领域。据流媒体网,截至 2020 年 4 月,各平台累计推出的超前点播网剧已有 20 余部。

图表20： 各在线视频平台超前付费点播剧集

剧名	播出平台	播出时间	收费模式
陈情令	腾讯视频	2019/6/27	6 元/集，30 元始终提前看 6 集
庆余年	腾讯视频、爱奇艺	2019/11/16	3 元/集，50 元始终提前看 6 集
爱情公寓 5	爱奇艺	2020/1/12	3 元/集，25 元点播最后 12 集
将夜 2	腾讯视频	2020/1/13	3 元/集，25 元始终提前看 6 集
三生三世枕上书	腾讯视频	2020/1/22	3 元/集，25 元始终提前看 6 集
重生	优酷	2020/3/7	3 元/集，18 元打包 8 集
三千鸦杀	芒果 TV、优酷	2020/3/19	3 元/集，18 元直通大结局
鬓边不是海棠红	爱奇艺	2020/3/20	3 元/集，28 元打包全集
九州天空城	腾讯视频	2020/3/20	3 元/集
民国奇探	爱奇艺	2020/3/24	3 元/集
叹息桥	优酷	2020/3/28	12 元直通大结局
成化十四年	爱奇艺	2020/4/1	3 元/集
鬼吹灯之龙岭迷窟	腾讯视频	2020/4/2	3 元/集
楼下女友请签收	芒果 TV	2020/4/5	3 元/集
全世界最好的你	优酷	2020/4/10	3 元/集
致我们甜甜的小美满	腾讯视频	2020/4/10	3 元/集
长安少年行	腾讯视频、芒果 TV	2020/4/20	3 元/集
一人之下	腾讯视频	2020/4/24	3 元/集
彼岸花	腾讯视频	2020/5/1	3 元/集

资料来源：腾讯视频、爱奇艺、优酷、芒果 TV、华泰证券研究所

2020Q2 伊始，各平台继续先后推出大批超前付费点播剧集。如腾讯视频相继推出《鬼吹灯之龙岭迷窟》、《致我们甜甜的小美满》等多部点播作品；爱奇艺推出《成化十四年》；芒果 TV 则推出《楼下女友请签收》、《长安少年行》等。我们认为超前付费点播模式已逐渐从试水走向常态化，有望在 2020Q2 及之后进一步发展，带动整体用户付费率和 ARPU 值提升。

平台内容储备充沛，品类齐全，有望继续增强用户粘性

在线视频平台 2020Q2 持续上新吸引用户，剧集储备丰富。各在线视频平台从 4 月起加速推出新剧吸引用户，如《成化十四年》、《鬼吹灯之龙岭迷窟》、《清平乐》等。根据第三方监测机构骨朵传媒统计及各平台官网信息，截至 5 月 14 日，2020Q2 待播剧集约 59 部，其中爱奇艺待播 31 部（独播 16 部+拼播 15 部），腾讯待播 24 部（独播 11 部+拼播 13 部），优酷待播 22 部（独播 10 部+拼播 12 部），芒果 TV 待播 10 部（独播 4 部+拼播 6 部）。

图表21： 2020Q2 各在线视频平台部分在播、待播剧集一览

剧名	主演	类型	播出平台	播出状态
《成化十四年》	官鸿、傅孟柏、刘耀元	古装悬疑	爱奇艺	4.1 播出
《大神猴》	谢苗、南笙、林禹	古装玄幻	爱奇艺	5.15 播出
《风暴舞》	陈伟霆、古力娜扎、任达华	都市谍战	爱奇艺	
《荣耀乒乓》	白敬亭、许魏洲	青春竞技	爱奇艺	
《怪你过分美丽》	秦岚、高以翔、王子异	都市女性	爱奇艺	
《沉默的真相》	廖凡、白宇	悬疑探案	爱奇艺	
《隐秘的角落》	秦昊、王景春	悬疑犯罪	爱奇艺	
《非常目击》	宋洋、袁文康、尤靖茹	悬疑探案	爱奇艺	
《十日游戏》	朱亚文、金晨	悬疑犯罪	爱奇艺	
《在劫难逃》	王千源、鹿晗、乔欣	科幻悬疑	爱奇艺	
《致命愿望》	冯绍峰、文淇、范丞丞	悬疑犯罪	爱奇艺	
《大侠》	赵文卓、毛林林、释小龙	动作武术	爱奇艺	
《凶案现场》	王青、刘怡潼、李欣燃	悬疑刑侦	爱奇艺	
《月上重火》	罗云熙、陈钰琪	古装武侠	爱奇艺	
《谁说我结不了婚》	潘粤明、童瑶、陈数	都市情感	爱奇艺	
《黑白禁区》	欧豪、刘晓洁	犯罪嫌疑	爱奇艺	
《鬼吹灯之龙岭迷窟》	潘粤明、张雨绮、姜超	探险寻宝	腾讯视频	4.2 播出
《清平乐》	王凯、江疏影、任敏	古代传奇	腾讯视频	4.7 播出
《大秦帝国之天下》	张鲁一、段奕宏、李乃文	古装历史	腾讯视频	
《瞄准》	黄轩、陈赫、杨采钰	年代动作	腾讯视频	
《致我们甜甜的小美满》	刘人语、龚俊	青春校园	腾讯视频	4.10 播出
《摩天大楼》	郭涛、杨子姗	都市悬疑	腾讯视频	
《九流霸主》	白鹿、赖艺	古装传奇	腾讯视频	
《传闻中的陈芊芊》	赵露思、丁禹兮、周紫馨	古装爱情	腾讯视频	5.18 播出
《恋爱播放列表》	王旭东、余佳淼、李沐芷	现代青春	腾讯视频	4.20 播出
《好妻子》	姚芊羽、李威、周昱彤	都市爱情	腾讯视频	5.7 播出
《暖暖请多指教》	李凯馨、梁靖康	现代青春	腾讯视频	5.13 播出
《司藤》	景甜、张彬彬	现代剧情	优酷	
《全世界最好的你》	宋伊人、张耀	现代青春	优酷	4.10 播出
《平凡的荣耀》	赵又廷、白敬亭、乔欣	都市职场	优酷	
《白色月光》	宋佳、喻恩泰、刘敏涛	都市悬疑	优酷	
《初恋了那么多年》	王以纶、万鹏	青春校园	优酷	
《正青春》	吴谨言、殷桃、何润东	都市职场	优酷	
《二龙湖爱情故事 2020》	张浩、徐子涵、吴尔渥	乡村言情	优酷	4.23 播出
《师爷请自重》	章若楠、张昊唯、马闻远	都市爱情	优酷	4.25 播出
《我的刺猬女孩》	李逸男、庄达菲、何泽远	都市爱情	优酷	4.22 播出
《侠探简不知》	于济玮、王燕阳、王若珊	古代悬疑	优酷	4.8 播出
《掌中之物》	蔡文静、刘凯、彭冠英	都市悬疑	芒果 TV	
《楼下女友请签收》	王冠逸、徐好	都市情感	芒果 TV	4.5 播出
《我有特殊的沟通技巧》	范世錡、罗予彤、魏哲鸣	现代涉案	芒果 TV	
《韞色过浓》	张予曦、丁禹兮	都市爱情	芒果 TV	5.2 播出
《大唐女儿行》	李一桐、许凯、蒋梦婕	古装喜剧	爱奇艺、腾讯视频	
《彼岸花》	林允、宋威龙、何润东	都市爱情	爱奇艺、腾讯视频	5.1 播出
《古董局中局之鉴墨寻瓷》	夏雨、魏晨、阿丽亚	鉴宝探秘	爱奇艺、腾讯视频	5.10 播出
《暮白首》	任嘉伦、张慧雯、李艺彤	古装武侠	爱奇艺、优酷	
《盗墓笔记重启之极海听雷》	朱一龙、毛晓彤	冒险悬疑	爱奇艺、优酷	
《天醒之路》	陈飞宇、熊梓淇、程潇	古装武侠	爱奇艺、芒果 TV	4.23 播出
《长安少年行》	王玉雯、吴希泽、刘奕畅	古装爱情	腾讯视频、芒果 TV	4.20 播出
《琉璃美人煞》	成毅、袁冰妍、刘学义	神话仙侠	优酷、芒果 TV	
《我好喜欢你》	言承旭、沈月、辣目洋子	都市爱情	优酷、芒果 TV	
《我是余欢水》	郭京飞、苗苗、高露	都市现实	爱奇艺、腾讯视频、优酷	4.6 播出
《三生有幸遇上你》	黄景瑜、王丽坤	都市情感	爱奇艺、腾讯视频、优酷	
《猎狐》	王凯、王鸥、胡军	当代军旅	爱奇艺、腾讯视频、优酷	4.14 播出
《心跳源计划》	宋茜、罗云熙	都市职场	爱奇艺、腾讯视频、优酷	
《狼殿下》	王大陆、李沁、辛芷蕾	古装爱情	爱奇艺、腾讯视频、优酷	
《爱情高级定制》	黄景瑜、迪丽热巴、张馨予	都市爱情	爱奇艺、腾讯视频、优酷	
《长相守》	于小彤、关智斌、毛晓慧	古装剧情	爱奇艺、腾讯视频、优酷	5.15 播出
《天涯热土》	凌潇肃、啜妮、	改革开放	爱奇艺、腾讯视频、芒果 TV	4.21 播出
《秋蝉》	任嘉伦、李曼	民国谍战	爱奇艺、腾讯、优酷、芒果	5.4 播出

资料来源：骨朵传媒、爱奇艺、腾讯视频、优酷、芒果 TV、华泰证券研究所

综艺节目密集上映，夯实内容矩阵。2020Q2 各平台头部综艺项目竞相涌现，如爱奇艺《青春有你 2》、腾讯《创造营 2020》、优酷《少年之名》等，均为各自的王牌 N 代综艺，延续高热度。同时，也有芒果 TV《乘风破浪的姐姐》、优酷《汪喵物语》等创新类节目的加入，观众期待热情较高。

图表22： 2020Q2 各平台在播、待播综艺节目

综艺名称	类型	主要嘉宾	播出平台	首播时间
我是唱作人 2	音乐综艺	张艺兴、郑钧、陈粒、GAI、霍尊等	爱奇艺	4月16日
在吗卡吗说话呀	跨屏互动直播	黄子韬、鹿晗、毛不易、宋茜等	腾讯视频	4月17日
巧手神探	推理真人秀	谭卓、Angelababy、杜海涛、肖央等	湖南卫视、芒果TV	4月18日
风味人间 2	美食纪录片	/	浙江卫视、腾讯视频	4月26日
拜托了冰箱 6	美食脱口秀	何炅、魏大勋	腾讯视频	4月28日
创造营 2020	偶像选秀	黄子韬、鹿晗、宋茜、毛不易	腾讯视频	5月2日
向往的生活 4	慢综艺	黄磊、何炅、彭昱畅、张子枫	湖南卫视、芒果TV	5月8日
笑起来真好看	喜剧选秀	谢娜、沈腾、李诞等	湖南卫视、芒果TV	5月8日
极限挑战 6	真人秀	邓伦、贾乃亮、岳云鹏、王迅、雷佳音等	东方卫视	5月10日
横冲直撞 20 岁夏日篇	女团真人秀	火箭少女 101	腾讯视频	5月17日
奔跑吧	户外真人秀	蔡徐坤、郭麒麟、沙溢、李晨等	浙江卫视	5月15日
我要这样生活	独居观察	周笔畅、邓紫棋、范丞丞、王琳凯等	爱奇艺	5月12日
喜欢你我也是 2	情感推理真人秀	张绍刚、沙溢、古力娜扎、孙艺洲等	爱奇艺	5月13日
汪喵物语	萌宠	朱正廷、张雨剑	优酷	5月20日
鲜厨 100	美食竞技	林述巍、林依轮、汪涵、张亮、刘宇宁等	湖南卫视、芒果TV	5月21日
看我的生活	生活观察	马思纯、余诗曼、王大陆、林允、黄明昊	优酷	5月23日
青春环游记 2	旅行真人秀	范丞丞、魏大勋、贾玲、杨迪	浙江卫视	5月待定
炙热的我们	团体真人秀	R1SE、SNH48、S.I.N.G 等	腾讯视频	5月待定
说唱听我的	音乐综艺	王琳凯、袁娅维、弹壳、ICE 等	芒果TV	5月待定
密室逃脱真人秀	密室逃脱真人秀	邓伦、杨幂、黄明昊、大张伟、郭麒麟等	芒果TV	6月5日
乘风破浪的姐姐	逆龄女团选秀	戚薇、江疏影、沈梦辰、张含韵	芒果TV	6月待定
少年之名	偶像选秀	张艺兴、程潇、胡彦斌、郭敬明、韩宇	优酷	6月待定

资料来源：骨朵传媒、华泰证券研究所

网红经济提效赋能，芒果好物、大芒计划探索新模式

随着互联网流量向直播、短视频聚集，电商带货和网红经济赋予在线视频平台新的增长空间。如芒果超媒推出的“芒果好物”，即是其重点孵化的新业务，其是芒果 TV 综艺衍生品品牌，用户可通过芒果 TV APP 或“芒果 TV 文创好物”公众号进入商城购买相关综艺衍生品。将重点实现“芒果好物”和快乐购（芒果传媒子公司，主营电视购物）的供应链、产业链体系之间的协同。另外，芒果超媒推出“大芒计划”，以优质平台资源和内容为网红经济赋能，通过孵化芒果系 KOL 为客户提供全方位资源输送。根据芒果青春营销研究院披露，“大芒计划”孵化的薇娅带货综艺《来自手机的你》于 4 月 26 日在芒果 TV 上线，其首场 IP 直播在 3 月 27 日进行，获得全网 5 条热搜与 2 亿话题阅读量，直播间在线观看人数近 2000 万，实现累计总销售额近 4000 万元，获得流量与转化的双丰收。

图表23： 芒果好物综艺 IP 衍生品电商平台



资料来源：芒果好物、华泰证券研究所

图表24： “大芒计划”孵化网红带货综艺《来自手机的你》



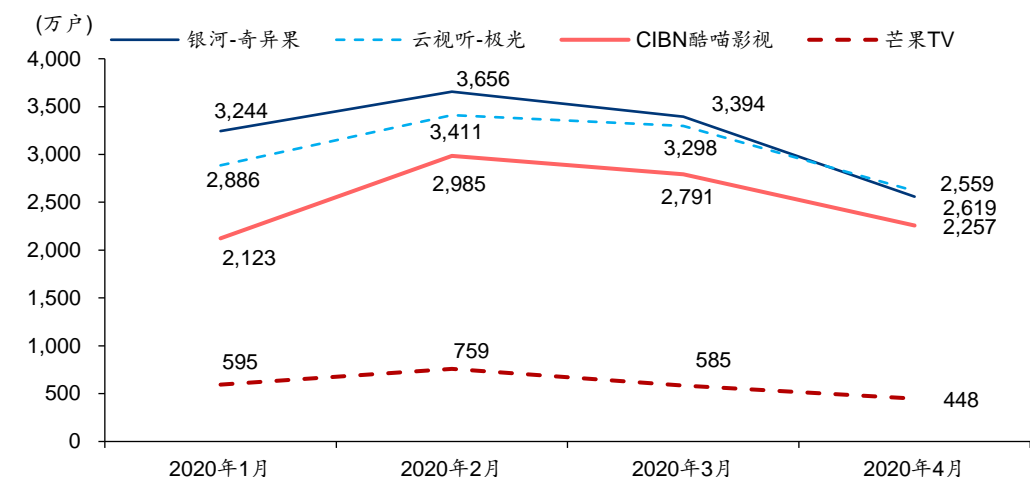
资料来源：芒果TV、华泰证券研究所

OTT：云视听系列 APP 持续领跑市场

云视听系列 APP 系新媒股份互联网电视（OTT）业务的核心产品，也是 OTT 市场中较为代表性的 APP。根据新媒股份 2019 年报，其 OTT 业务板块 2019 年实现营收 1.29 亿元，同比增长 30.79%；毛利率由 2018 年的 71.64% 提升 1.06pct 至 72.70%。业务规模逐年上升叠加高毛利率水平，OTT 行业拥有较大的发展潜力和较强的盈利能力，有望成为新媒股份、芒果超媒等牌照拥有方的业务增长点。

从 2020 年 1-4 月日活规模变化来看，2 月受疫情居家影响，日活显著提高，3-4 月随着复工推进逐渐回落。另外，4 月云视听极光的日活规模已略微超越银河奇异果。

图表25： 2020 年 1 月-4 月家庭智能电视全天点播媒体使用情况（单位：万户）



资料来源：勾正数据、华泰证券研究所

根据勾正数据，从 2020 年 4 月月活规模来看，云视听系列-云视听极光、云视听小电视、云视听 MoreTV 月活跃规模用户分别达到 8,611/1,972/716 万户，环比变化-9%/+4%/-14%，虽然云视听极光和云视听 MoreTV 环比有所下滑，但幅度较小，且排名分别位居 1/5/6 名，持续领跑市场。

图表26： 2020 年 4 月家庭智能电视全天点播媒体使用排行

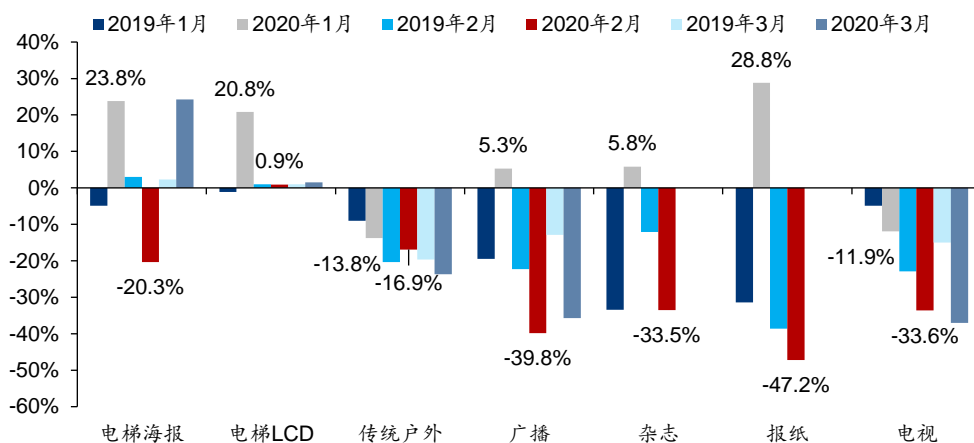
排名	直播媒体	月活跃规模（万户）	月活规模环比	排名变化
1	云视听-极光	8,611	-9%	-
2	银河-奇异果	7,259	-5%	-
3	CIBN 酷喵影视	6,740	-19%	-
4	芒果 TV	2,951	-10%	-
5	云视听小电视	1,972	4%	-
6	云视听 MoreTV	716	-14%	-

资料来源：勾正数据、华泰证券研究所

营销：结构分化，关注楼宇媒体复苏、出海广告和网红经济 楼宇媒体有望回暖，线上短视频广告继续高增长

2020Q1 线下广告市场承压明显，其中电梯 LCD 媒体相对坚挺，有望继续回暖。根据第三方监测机构 CTR 媒介智讯，2020Q1 受疫情影响，线下广告市场各媒体刊例收入大多同比下滑，且楼宇媒体下滑幅度较大。但其中，电梯 LCD 媒体相对坚挺，2020 年 3 月实现同比微增。随着复工的推进和经济的恢复，我们预计楼宇电梯媒体广告刊例收入将回暖。

图表27： 2019Q1、2020Q1 各月分媒体广告刊例花费同比增幅

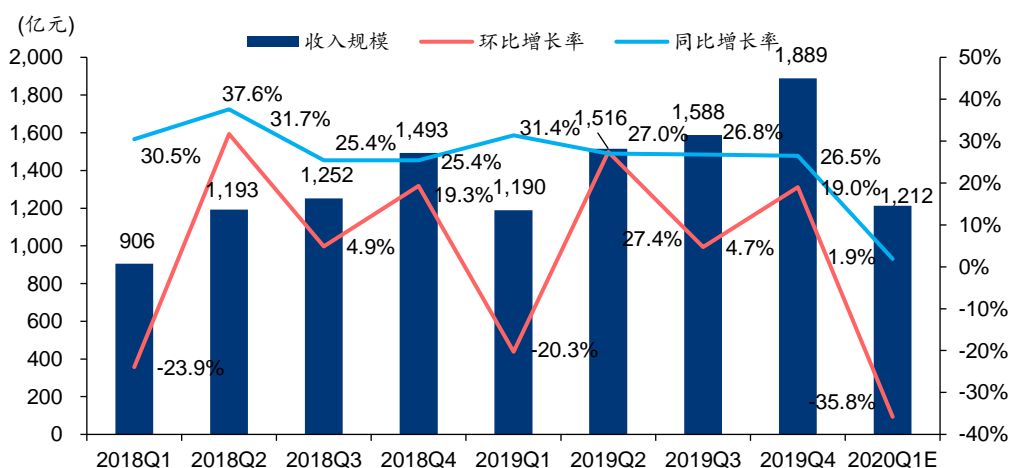


注：CTR 未披露 2019 年 3 月杂志、报纸广告刊例花费和 2020 年 3 月杂志、报纸广告刊例花费的有关数据

资料来源：CTR、华泰证券研究所

2020Q1 线上广告市场较去年同期微增。根据艾瑞网数据，由于疫情影响，2020Q1 其预计的网络广告市场收入规模为 1212.1 亿元，与 2019Q1 同比仍小幅增 1.9%。主要由于在线教育、游戏等行业广告主投放需求增加，以及线下营销预算向线上渠道转移等原因。

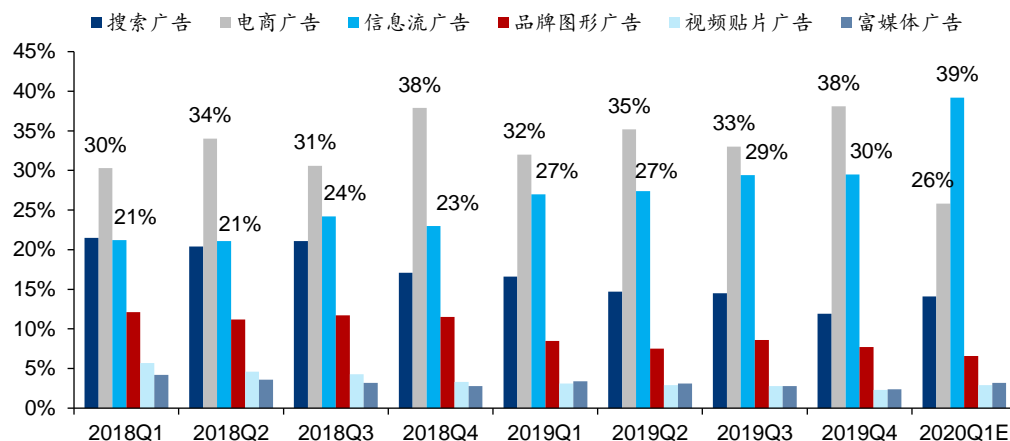
图表28： 2018Q1-2020Q1 中国网络广告市场收入规模



资料来源：iResearch Inc、华泰证券研究所

2020Q1 短视频广告增长显著。从 2020Q1 不同网络广告形式的市场规模变化来看，信息流广告份额的上升幅度明显，其中主要由短视频广告增长带动。疫情期间用户居家，对短视频内容的需求激增，推动短视频广告曝光增加。同时，短视频信息流广告正处于高速发展期，而疫情间“宅经济”推进了广告主对短视频营销价值的认可。除信息流广告外，其它形式网络广告规模占比均出现不同程度同比下滑。

图表29： 2018Q1-2020Q1 中国不同形式网络广告的市场份额



资料来源：iResearch Inc.、华泰证券研究所

出海广告投放业务快速增长

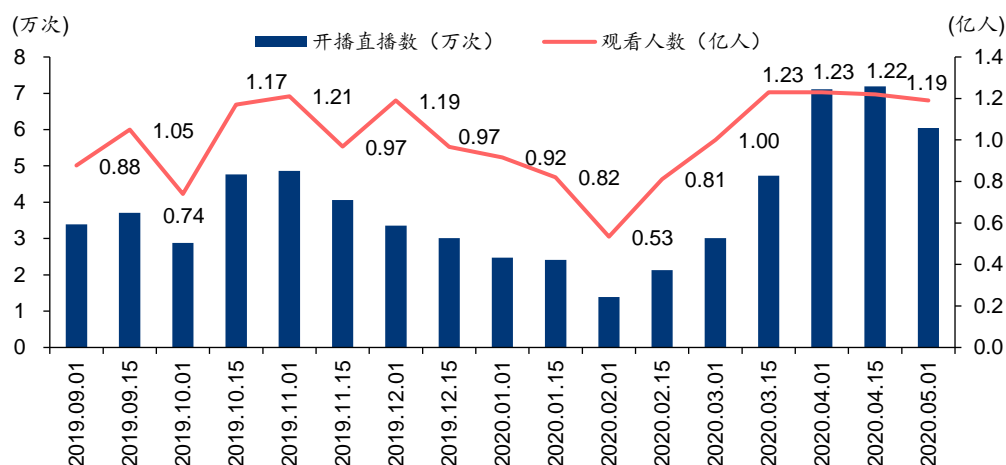
Statista 数据显示，2020Q1 Facebook (FB US, 无评级) 北美地区月活用户 2.53 亿，较 2019Q4 增长 2%，较 2019Q1 增长 4%。eMarket 数据显示，TikTok 美国区独立访客量从 2020 年 1 月到 3 月增长了 26.2%。其中，2020 年 3 月增长 1,200 万人，达到 5,220 万人。由于我国游戏、互联网等产品竞争力增强、国内市场相对红海，广告主出海投放广告的需求近年来持续增加。疫情带动海外用户在线时间增加更催化了这种需求，尤其是针对线上用户的游戏类、应用类、电子商务类等广告主。据国内营销行业龙头蓝色光标(300058 CH, 无评级)2020Q1 季报显示，其 2020Q1 营收同增 45%，主要因出海广告投放业务的增长。公司预计其全年出海广告投放收入有望同比增长超过 30%。

网红经济持续火热，物流恢复推动行业加速成长

直播、短视频行业迅速崛起，MCN 行业处于高速成长期。近年来我国直播、短视频行业崛起，催生出广告、电商等大量变现需求，成为推动 MCN 机构发展的重要力量，促进了网红经济形成。根据第三方监测机构克劳锐指数研究院公布的《2019-2020 广告主 KOL 营销市场盘点及趋势预测》报告，中国 MCN 机构数量近年来增长迅速。2016 年尚不足 500 家，2019 年我国 MCN 机构数量达 6,500 家，比 2018 年增加 700 家。根据克劳锐数据，2019 年比 2018 年，MCN 机构中利润率上升的占 74%，持平的占 21%，下降的占 5%。行业正位于高速成长期。

随着疫情逐步得到控制，进入 3 月后，全国快递物流呈快速恢复态势，将推动 2020Q2 直播带货、MCN 行业增长。根据国家邮政局，2020 年 1 月我国规模以上快递企业业务量为 37.81 亿件，2 月受疫情影响下滑至 27.65 亿件，3 月恢复至 59.84 亿件，4 月继续增长至 64.97 亿件，其中 3 月和 4 月业务量的增长主要来自于异地快递。我们认为 2020Q1 直播电商行业受到的疫情下供应链供货暂缓、物流不畅等影响，在 2020Q2 已经缓解并将逐渐消除。根据第三方监测机构萤火火的淘宝直播数据，随着 3 月物流逐渐恢复，直播电商迅速回暖，从 2020 年 2 月开始，淘宝直播场次开始攀升，实现快速增长，从 4 月开始维持在高位，每天基本保持在 1.2 万场以上。

图表30： 2019 年 9 月-2020 年 4 月淘宝直播场次与观看人数



资料来源：萤火虫、华泰证券研究所

重点推荐公司

三七互娱 (002555 CH, 买入, 目标价: 39.24~40.55 元): 运营能力突出, 游戏出海有望突破

公司为 A 股游戏公司龙头。我们看好: 1) 公司的品类扩张。计划推出的新游涵盖 ARPG、修仙放置、模拟经营、MMO、RPG、战争 SLG 等多个品类。丰富的游戏品类可以帮助更为充分地开拓用户市场, 释放增长潜能; 2) 2020 年公司计划通过多款 SLG 精品游戏实现欧美市场突破, 提升业绩空间; 3) 游戏总量控制背景下, 公司凭借精品运营能力、产能提升来提高市场占有率。公司拟非公开发行募集不超人民币 45 亿元, 拟新发不超 105,612,584 股, 不超过 5% 股本。募集资金拟投向云游戏平台建设、游戏开发和运营、总部大楼建设, 有助于后续研发能力提升、产能扩张和新商业模式探索, 提升市场占有率。

采用可比公司估值, 参考可比公司 2020 年 Wind 一致预期 (2020 年 4 月 29 日) 平均 PE 24X, 考虑公司龙头地位, 认可给予公司 2020 年 PE 30-31X。我们认为疫情背景下公司用户规模、在线时长等持续增加, 在全国陆续复工时依然保有较高留存, 带动流水保持在相对高位。基于公司产品粘性和精品化运营能力, 公司用户的基本盘已经有效扩大, 为后续持续增长带来动力。我们预测 2020-2022 年 EPS 为 1.31/1.57/1.86 元, 对应目标价 39.24-40.55 元。维持“买入”评级。

风险提示: 游戏表现不及市场预期, 海外业务进展缓慢。

完美世界 (002624 CH, 买入, 目标价: 58.56~60.39 元): 游戏持续高速增长, 影视有望回暖

公司是 A 股精品游戏研发商。我们看好: 1) 公司研发能力强大, 支撑未来游戏业务持续高速增长。公司自研游戏流水历年来表现出色; 产品线齐全, 是 A 股唯一同时开发手游、端游和主机游戏的公司; 2020 年游戏储备丰富, 有望继续带来业绩增量; 2) 影视业务 2020 年有望回暖。行业环境改善, 公司项目储备丰厚, 库存去化有望加速, 推动影视业务回暖; 3) 公司作为精品游戏研发商在云游戏时代有望迎来估值提升。

采用可比公司估值。参考可比公司 2020 年 Wind 一致预期 (2020 年 4 月 23 日) 平均 PE 24.58X。认可给予公司 2020 年 PE 32-33X 估值, 我们预计 2020-2022 年的 EPS 为 1.83/2.15/2.46 元, 对应目标价为 58.56-60.39 元。维持“买入”评级。

风险提示: 游戏上线时间及流水表现不及市场预期、影视项目政策监管风险。

新媒股份 (300770 CH, 买入, 目标价: 203.04~207.55 元): 业绩持续高速增长, 看好付费率提升

公司主业包括 IPTV 和 OTT 两个方向。我们看好: 1) 公司 IPTV 用户规模持续增长。公司凭借优质的内容、精细化运营能力、与运营商良好的合作关系, 近年来 IPTV 业务发展迅速。2019 年广东省 IPTV 对固网宽带渗透率达 56.81%, 我们认为仍有较高的提升空间, 推动公司 IPTV 省内用户规模增长。同时公司省外专网业务也有望取得突破; 2) 增值业务付费率持续提升。2019 年公司全国专网业务有效用户超 1800 万户, 同增 15%, 低于营收增速, 我们认为营收的增长更多由用户付费率的提高带动, 2019 年增值业务付费率有明显提升, 凭借内容实力和运营能力, 我们认为未来有望持续提升; 3) OTT 业务继续高速增长, 业绩贡献增大。公司 OTT 产品均在市场处于领先地位, 内容合作方实力雄厚, 包括腾讯视频、Bilibili (BILI US, 无评级) 等, 未来营收规模有望快速扩大, 为整体业绩做出更大贡献。

采用可比公司估值, 参考可比公司 2020 年 Wind 一致预期 (2020 年 4 月 17 日) 平均 PE 为 38X, 综上考虑到公司的高成长性, 认可给予公司 2020 年 PE 45-46X, 我们预测 2020-2022 年 EPS 为 4.51/5.91/6.98 元, 对应目标价格 203.04-207.55 元。

风险提示: 用户增长不及市场预期、付费率提升不及预期。

图表31： 传媒重点公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价（元）	目标价	市值 （亿元）	EPS（元）				PE（倍）			
			2020-05-26	（元）		2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
002555 CH	三七互娱	买入	34.20	39.24-40.55	722	1.00	1.31	1.55	1.82	26.90	26.14	22.05	18.83
002624 CH	完美世界	买入	42.66	58.56-60.39	552	1.16	1.84	2.17	2.52	37.97	23.23	19.64	16.90
300770 CH	新媒股份	买入	170.30	203.04-207.55	219	3.08	4.21	5.42	6.72	42.17	39.09	30.33	24.22

注：EPS 为华泰证券传媒团队预测数据

资料来源：Bloomberg、Wind、华泰证券研究所

风险提示

1、疫情冲击及经济下行

疫情冲击下，国内宏观经济增速低于市场预期，居民人均可支配收入将受到冲击，可能导致竞争环境恶化、产业链盈利能力下滑，对行业整体发展环境构成不利影响。

2、内容产品存在效果不达预期的可能

观众和用户的品味多样且快速变化，影视内容和游戏产品是否能够受到市场欢迎具有一定不确定性。虽然国产内容的整体制作水平正在有序提升，但制作公司仍具有项目制风险。

3、线下文娱行业复工时间超预期

线下文娱行业如电影院等现在仍未复工，存在复工时间晚于市场预期的风险。

免责声明

分析师声明

本人，朱璐、周钊，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的销售人员、交易人员或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。投资者应当考虑到本公司及/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。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

针对美国司法管辖区的声明

美国法律法规要求之一般披露

本研究报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司（以下简称华泰证券（美国））向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

所有权及重大利益冲突

分析师朱璐、周钊本人及相关人士并不担任本研究报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本研究报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。

重要披露信息

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日后 3 个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1%或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

法律实体披露

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

华泰证券全资子公司华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#298809。

电话：212-763-8160

电子邮件：huatai@htsc-us.com

传真：917-725-9702

http://www.htsc-us.com

©版权所有2020年华泰证券股份有限公司