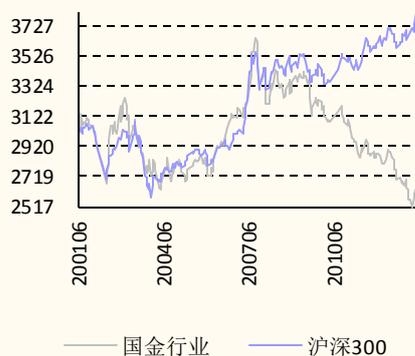


市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金传播与文化指数	2640
沪深300指数	5211
上证指数	3473
深证成指	14471
中小板综指	12728



相关报告

1. 《-三七研发负责人增持股份，姐姐2开启录制》，2020.12.28
2. 《短视频系列一：快手，“商业化加速”进行时-短视频快手报告》，2020.12.23
3. 《-三七定增过审，分众20年净利预计翻倍》，2020.12.20
4. 《-三七收购子公司增厚业绩，泡泡玛特上市》，2020.12.14
5. 《-新一轮进口游戏版号下发，关注电影贺岁档》，2020.12.6

“商业化”变现加速，“寻找新红利”

基本结论

- **新兴互联网公司资本化浪潮：商业化变现加速。**1) 短视频平台积极布局广告业务，进入商业化变现加速期。快手预计业务增长转为“广告驱动”，广告业务毛利率达80%，且头部广告主具有明显边际改善区间；抖音整合业务线提高对接广告主的效率，使商业化变现潜力最大化2) 年轻化平台社区化转型，增加用户粘性以提高广告收入。哔哩哔哩自制内容持续上线，推进PGC+UGC良性循环，积极探索对标“早起互联网等增值服务”+“后期游戏”的腾讯变现路径；Taptap用户为具有高潜力的Z世代用户群体，作为零分成渠道有望吸引更多第三方精品游戏入住，在精品游戏逐渐绕过安卓渠道上线的趋势下，未来有望享受这一红利。3) 长视频竞争格局趋于稳定，价格提升加速变现脚步。爱奇艺、腾讯领跑长视频，优酷、芒果不相上下。会员价格提升，长视频平台利润有望进一步释放：爱奇艺11月率先宣布会员价格提升，腾讯视频回应表示目前会员价格偏低4) IP开发：影视制作从“供给驱动”转向“需求驱动”，刺激产能大幅提升，进而拉动业绩增长。新丽传媒影视作品21年陆续上线，业绩进一步释放。
- **游戏全球化红利期已至，中国手游领跑全球。**1) 主机/端游转手游与游戏出海，双引擎驱动手游增长。米哈游《原神》的大获成功，在于其用端游的品质打入手游市场。国内市场规模增长趋缓，预计出海成为推动游戏厂商业绩增长的新一轮驱动力，其中ARPG、射击类和动作冒险类或成最佳选择。我们预计未来全球性IP“端改手”将成为趋势。2) 腾讯：“端转手”《英雄联盟》、《使命召唤》等爆款产品密集上线，助推21年利润释放。3) 三七互娱：传统优势品类不断迭代，以“SLG+三消”新品类突破海外市场，《Puzzles & Survival》取得成功，预计未来持续迭代。
- **疫情后的线下复苏：“楼宇复苏”之后是“院线复苏”。**1) 电影市场孕育结构化机会，对标发达市场空间尚大。居民文娱消费持续增长，三、四线城市有望助推我国电影总票房进一步突破上线；人均观影次数远低于以北美地区为代表的发达市场，我国观影市场潜力有待挖掘。2) 复工向好伴随着影投、院线行业加速出清，龙头公司扩大市场份额，行业集中度加剧。3) 疫情复工逆境反转，国庆档“票房收入+观影人次”基本恢复去年同期水平，21年春节档票房预计迎来确定性增长。4) 疫情对广告市场的影响逐步减小，线下广告复苏明显，电梯楼宇、电影广告未来增长空间大。新消费赛道崛起带动电梯楼宇广告收入大幅增长，广告主预算向头部平台集中，分众传媒成为众多消费类品类的核心投放阵地。

投资建议

- 我们认为2021年需要主要关注的3个方面，1) 传媒与互联网板块各个领域商业化变现加速趋势，推荐标的：心动公司、芒果超媒；2) 游戏板块“爆款端游/主机游戏IP”转“手游”及出海趋势，推荐标的：腾讯控股、三七互娱；3) 线下板块疫情后“复苏”趋势，推荐标的：分众传媒。

风险提示

- 商业化变现不及预期；游戏上线或表现不及预期；线下恢复不及预期；行业政策风险。

杨晓峰 分析师 SAC 执业编号：S1130520040001
yangxiaofeng@gzq.com.cn

内容目录

一、新兴互联网公司的资本化浪潮：“商业化变现加速”	4
1.1 短视频 APP 市场渗透趋于稳定，进入商业化变现加速期	4
1.2 哔哩哔哩：PGC+UGC 良性循环，对标腾讯探索变现路径	6
1.3 TapTap：年轻化游戏平台，社区化改版为商业化变现加速奠定基础	9
1.4 IP 开发：影视制作从“供给驱动”转向“需求驱动”	12
二、游戏全球化红利期已至，中国手游领跑全球	13
2.1 主机/端游转手游与游戏出海，双引擎驱动手游增长	13
2.2 腾讯：“端转手”出海产品密集上线，预计 21 年释放利润	15
2.3 三七互娱：传统优势品类不断迭代，以新品类突破海外市场，预计未来持续迭代	15
三、疫情后的线下复苏：“楼宇复苏”之后是“影院复苏”	17
3.1、电影市场孕育结构化机会，对标发达市场空间尚大	17
3.2 复工加速行业出清，龙头公司扩大市场份额	18
3.3 疫情复工逆境反转，21 年 H1 确定性增长	20
3.4、疫情对广告市场的影响逐步减小，电梯和电影广告未来增长空间大	21
四、投资建议	25
五、风险提示	25

图表目录

图表 1：抖音用户集中与一、新一线城市，快手用户下沉至二线及以下城市	4
图表 2：抖音、快手用户粘性-DAU/MAU 维持高位	4
图表 3：2017-2019 快手营收结构	5
图表 4：2017-2019 快手分业务/总体毛利率	5
图表 5：快手广告商业化进程	5
图表 6：哔哩哔哩 2015 年~2020 年月活跃用户数 (IOS&Android)	6
图表 7：哔哩哔哩 2015 年~2020 年月日活活跃用户数 (IOS&Android)	7
图表 8：哔哩哔哩 PGC 自制内容上线情况	7
图表 9：哔哩哔哩 2015 年~2020 年用户粘性 (DAU/MAU)	8
图表 10：哔哩哔哩预期月活量与实际值情况	8
图表 11：腾讯 2009 年~2019 年游戏收入及市场份额	8
图表 12：腾讯 2001 年~2002 年收入构成 (单位：百万元)	9
图表 13：哔哩哔哩 2015 年~2020 年 Q3 主营业务收入构成	9
图表 14：哔哩哔哩独家代理游戏情况	9
图表 15：年轻消费者贡献主要消费增量	10
图表 16：近 8 成 TapTap 用户年龄在 30 岁以下	10
图表 17：Z 世代虚拟消费中充值游戏排第一	10
图表 18：Z 世代男性月均花费 120 元购买虚拟道具	11

图表 19: 爱奇艺、腾讯视频领跑, 优酷、芒果 TV 紧随其后 (单位: 万人)	11
图表 20: 芒果 TV 季风剧场片单	12
图表 21: 爱奇艺上调安卓端会员价格, 保持全端同价	12
图表 22: 2017-2019 年影视剧备案数、上线数及网络剧占比情况	13
图表 23: 1H19 与 2H20 视频平台参投剧比例	13
图表 24: 新丽传媒 2021 已杀青片单	13
图表 25: 新丽传媒 2021 拍摄中片单	13
图表 26: 2020 年 9 月 28-10 月 27 全球手游收入 TOP (亿美元)	14
图表 27: 动作冒险游戏的“端转手” IP 选择表	14
图表 28: 射击游戏的“端转手” IP 选择表	14
图表 29: ARPG 游戏的“端转手” IP 选择表	15
图表 30: 腾讯游戏拥有英雄联盟等多款“端转手”优质 IP	15
图表 31: 《Empires and Puzzles》2017 年美国 IOS 畅销榜排名	16
图表 32: 《Puzzles and Survival》近三月美国 IOS 畅销榜排名	16
图表 33: 我国 2015 年~2019 年人均消费支出 (万元)、人均 GDP (万元) 与居民教育文化娱乐消费支出占比 (%)	17
图表 34: 2012 年~2019 年中国电影总票房 (亿元) 与增长速度 (%)	18
图表 35: 2017 年~2020 年中国各线城市票房占比 (%)	18
图表 36: 2015~2018 年中国与北美地区 (美国&加拿大) 人均观影次数对比	18
图表 37: 2020 年国内影院复工率 (%)	19
图表 38: 2015~2020 年中国前三院线年票房份额	19
图表 39: 2019Q3 与 2020Q3 TOP5 影院银幕占比 (%) 与院线数量占比 (%)	20
图表 40: 2019 年与 2020 年国庆档票房对比	20
图表 41: 2020 年月份观影人次	20
图表 42: 2021 年春节档影片	21
图表 43: 2019 年 9 月~2020 年 9 月广告刊例花费同比变化 (%)	21
图表 44: 2020 年 9 月各投放渠道广告刊例花费同比变化 (%)	22
图表 45: 电梯类广告刊例花费同比变化 (%)	22
图表 46: 电梯 LCD 广告 TOP5 行业花费同比增速对比 (%)	23
图表 47: 电梯海报广告 TOP5 行业花费同比增速对比 (%)	23
图表 48: 分众传媒月均广告主 (个)	24
图表 49: 电梯 LCD 广告 TOP10 品牌为今年新广告主占比 (%)	24
图表 50: 电梯 LCD 广告 TOP10 刊例花费的老广告主同比增幅 (%)	25

一、新兴互联网公司的资本化浪潮：“商业化变现加速”

1.1 短视频 APP 市场渗透趋于稳定，进入商业化变现加速期

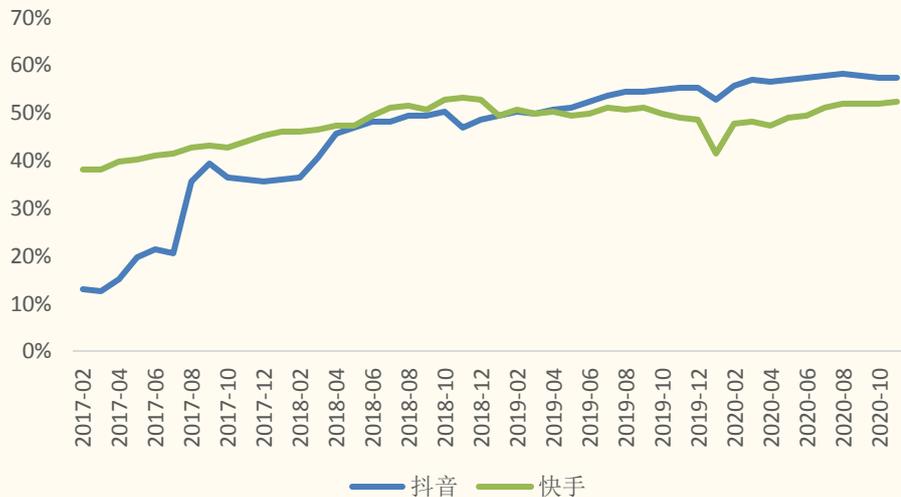
- **短视频 APP 渗透率在各级城市中均已在较高水平。**各平台用户粘性均处于较高水平，抢夺用户也存在困难。抖音各级市场渗透率均衡，均已在较高水平；快手下沉市场渗透率更高，在高端市场渗透率有提升空间，但由于品牌调性问题打入高端市场可能有阻力。
- **抖音用户集中与一、新一线城市，快手用户下沉至二线及以下城市。**① 高端市场抖音主导：抖音渗透率较高，快手有提升空间，快手或可通过内容战略发展方向的改变突破高端市场。② 中端市场差距较小：快手与抖音差距较小，该部分用户比起一二线用户而言，对各类内容的接受度更高，快手有望在二三线城市实现用户增长。③ 下沉市场存量博弈：从渗透率来看，5 线城市及以下市场渗透率已在较高水平，未来下沉市场发展方向一是抢占现有存量市场份额，二是做大整体下沉市场移动互联网使用人数盘子。

图表 1：抖音用户集中与一、新一线城市，快手用户下沉至二线及以下城市

应用渗透率	一线城市	新一线	二线	三线	四线	五线城市及以下
抖音	44%	45%	44%	44%	44%	43%
快手	23%	29%	33%	34%	35%	47%
抖音极速版	7%	9%	11%	11%	12%	13%
快手极速版	7%	8%	8%	9%	9%	9%

来源：QuestMobile、国金证券研究所

图表 2：抖音、快手用户粘性-DAU/MAU 维持高位

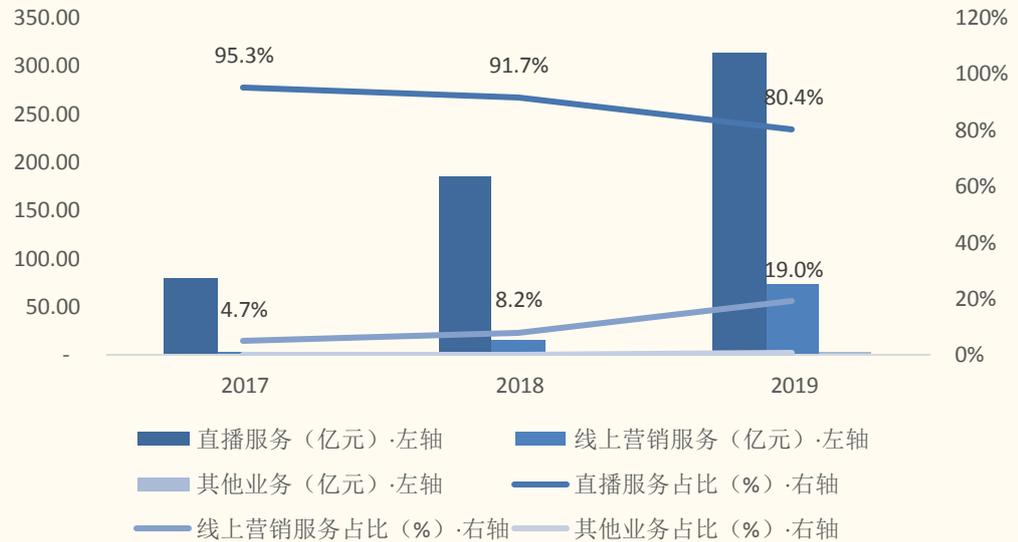


来源：QuestMobile、国金证券研究所

- **短视频平台积极布局广告业务，商业化变现加速。**我们认为对于广告业务的发展，可以关注广告主和广告效率 2 个维度。1) 广告主：主要关注如何获得广告主以及对头部广告主的吸引力；2) 广告效率：主要关注通过何种方式提高广告业务运营效率和广告投放效率。对于广告业务发展早期的公司，增加广告主更为重要，而对于已经得到广告主认可的公司，提升广告效率更为重要。
- **1.1.1 快手：预计业绩增长转为“广告驱动”，头部广告主具有明显边际改善区间**

- 广告业务毛利率可达 80%，头部广告主具有明显边际改善区间。从利润贡献来看，广告业务毛利可达 80%左右，预计未来广告业务收入的提升将释放更多利润，推动业绩加速。从日活和用户使用时长来看，快手的流量基础与抖音差距低于预期差距，我们认为快手的头部广告主获取具有明显的边际改善区间，未来随着更多行业的头部广告主增加在快手的广告投放，快手的广告业务有望迎来快速增长。

图表 3：2017-2019 快手营收结构



来源：快手公告、国金证券研究所

图表 4：2017-2019 快手分业务/总体毛利率



来源：快手公告、国金证券研究所

图表 5：快手广告商业化进程



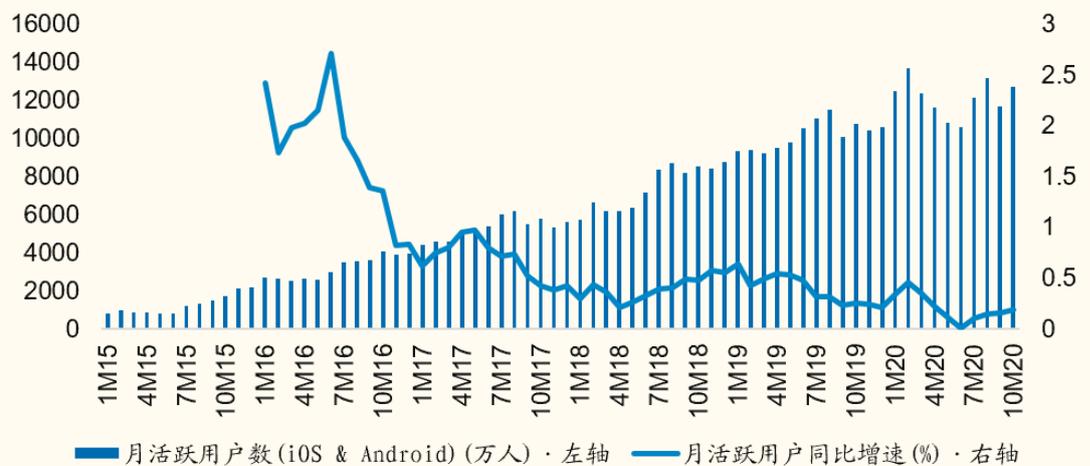
来源：快手公告、国金证券研究所

- **1.1.2 抖音：整合业务线提高对接广告主的效率，使商业化变现潜力最大化**
- **抖音将更新 7 条业务线，更细分的业务线划分方式预计在广告主的对接上提升效率。**根据晚点 LatePost，抖音预计将原本的 KA（全国大客户）、LA（本地大客户）和 SMB（中小客户）三条业务线将进行合并，再按照字节广告客户所在的具体行业，垂直划分出 7 条新业务线，分别为：大众消费业务、垂直业务、内容消费业务、投资消费业务、本地直营业务、渠道销售管理和呼叫中心自助产品。每条业务线将设立一个专门的负责人，统一向字节跳动商业化销售副总裁浦燕子汇报，这有利于抖音对每一条单独的业务线进行深度挖掘，使商业化变现潜力最大化，同时不会与其他业务线产生交叉冲突。

1.2 哔哩哔哩：PGC+UGC 良性循环，对标腾讯探索变现路径

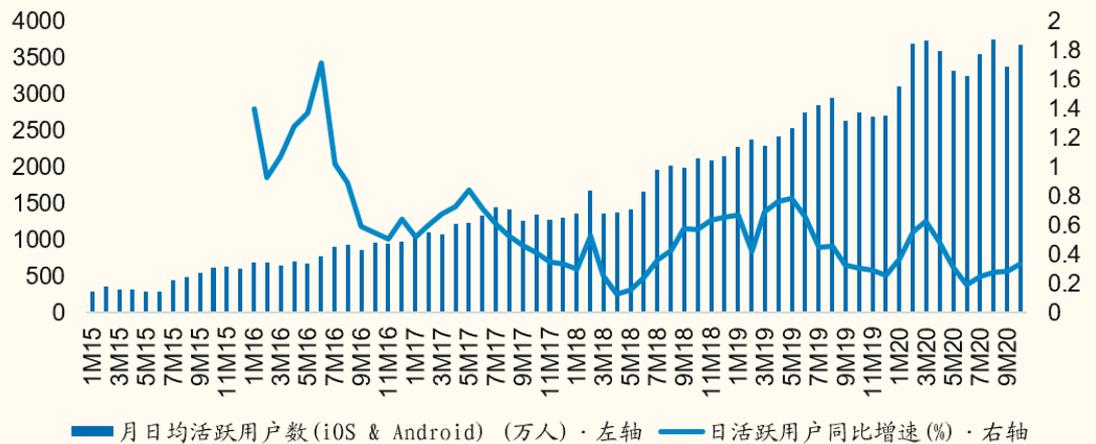
- **B 站平台属性从 UGC 转向 PGC，利用自制“电视剧+综艺”等优质内容提高用户活跃度增速。**B 站最早主要以二次元的动画内容为主，无广告的方式和弹幕功能让 B 站积累了很多流量。同时 B 站主打 UGC（用户原创内容），鼓励 UP 主自创内容上传到平台，与其他用户互动交流，逐渐成为年轻人文化社区。通过高质量、低成本的内容提供者和高粘度、高潜力的用户群体，B 站建立了完整的内容产业链，形成了自给自足的完美生态闭环。虽然用户的月活跃、日活跃数量一直增加，但增速有所放缓。为提升活跃度增速，B 站从 2016 年开始注重 PGC（平台自制内容），打造了多款自制内容，包括纪录片、综艺、动漫和电视剧，部分内容从上线开始就受到用户的喜爱和追捧，比如《风犬少年的天空》的总播放量 8530.4 万，站内观众评分 7.8 分。

图表 6：哔哩哔哩 2015 年~2020 年月活跃用户数 (IOS&Android)



来源：QuestMobile、国金证券研究所

图表 7：哔哩哔哩 2015 年~2020 年月日军活跃用户数 (iOS&Android)



来源：QuestMobile、国金证券研究所

图表 8：哔哩哔哩 PGC 自制内容上线情况

自制内容	节目名称	推出时间	播放量
自制纪录片	《寻找手艺》	2017.1	253 万
	《人生一串》	2018.6	1.8 亿
	《宠物医院》	2019.5	6178.1 万
自制综艺	《故事王》	2016.8	925 万
	《非正式会谈》(第五季)	2019.5	9559.4 万
	《说唱新世代》	2020.8	3.3 亿
自制动漫	《请吃红小豆吧》	2018.7	1.7 亿
	《天官赐福》	2020.1	2.3 亿
自制电视剧	《风犬少年的天空》	2020.9	8530.4 万

来源：bilibili、国金证券研究所

- B 站打造 PGC 和 UGC 的良性循环，同时与淘宝等电商平台合作提高用户粘性。**UGC 主要有两层组织关系，对 UP 主而言，平台为其提供了倾诉和展现的机会，而平台也可以根据 UP 主贡献的内容获取流量。但 UGC 的主动权不在平台手中，由于内容偶然且品质无法保证，很难维护长期流量。对于 PGC 来说，平台可以实现高质量、专业性的内容供给，它的运营成本不高，但收益高于 UGC。B 站双管齐下，UGC 负责内容广度，贡献流量和内容参与度，PGC 维持内容深度，打造品质，创造价值，用 PGC 反哺 UGC，实现二者的良性循环。比如，PGC 用户观看平台自制的《说唱新世代》后再创作，转型 UGC。截至目前，UP 主二创的短视频有 279 条，第一名自制短视频播放量达到 1386.2 万。除此之外，B 站还通过与淘宝合作推进 UP 主电商化收益，实现 B 站内容生态和淘宝电商生态的共赢。在多种策略的影响下，B 站的月活量超出预期比例。

图表 9：哔哩哔哩2015年~2020年用户粘性 (DAU/MAU)



来源：QuestMobile、国金证券研究所

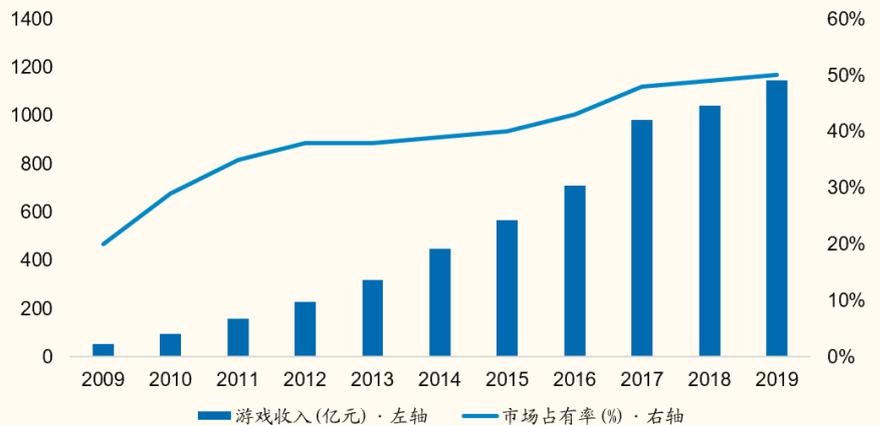
图表 10：哔哩哔哩预期月活量与实际值情况

时间	预期发布时间	预期月活量 (亿)	实际月活量 (亿)	超出预期比例
2019 年年末	2019.2	1.1	1.3	18.18%
2020 年年末		1.8	截止到 20Q3, 1.97	9.44%
2021 年年末	2019.8	2.2		

来源：国金证券研究所整理

- B 站变现目前处于探索阶段，对标“早期互联网等增值服务”+“后期游戏”的腾讯变现路径。2001 年是腾讯发展的初期阶段，那时候腾讯主要依靠互联网增值服务和移动通信增值服务变现。移动及电信增值业务(短信、WAP、IVR)主要为用户提供 QQ 与手机或其它终端互联互通的即时通信及增值服务。互联网增值也要包括会员特权、网络虚拟形象、网络音乐、交友等。2015 年起，腾讯推出《王者荣耀》、《和平精英》等多款爆款游戏，游戏成为主要变现途径。它旗下多款热门 IP 游戏都在发行之后迅速变现，由“高热度”转化为“高流水”。在“游戏免费+增值服务”的固有模式下，腾讯游戏总是能找到最切合用户需求的“吸金”点，将游戏的热度迅速转化为营收，助力业绩增长。B 站现在主要依靠游戏、直播和增值服务以及广告变现，还未形成固定的变现路径，仍处于探索阶段。

图表 11：腾讯 2009 年~2019 年游戏收入及市场份额



来源：腾讯公告、国金证券研究所

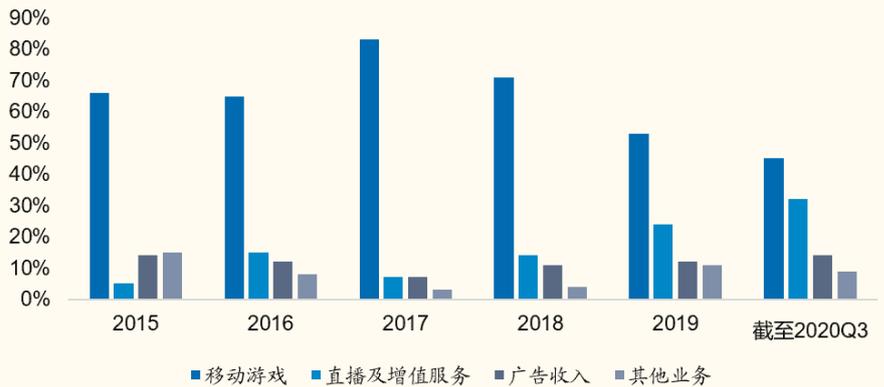
图表 12: 腾讯 2001 年~2002 年收入构成 (单位: 百万元)

项目	2001 年		2002 年	
	金额	占总收入百分比	金额	占总收入百分比
互联网增值服务	0.0944	1.9%	4.0819	15.5%
移动及电信增值服务	3.7960	77.3%	19.8818	75.6%
网络广告	0.7735	15.8%	1.9188	7.3%
其他	0.2437	5.0%	0.4284	1.6%
总收入	4.9076	100.0%	26.3109	100.0%

来源: 腾讯公告、国金证券研究所

- **B 站独家代理《Fate/Grand Order》和《碧蓝航线》等多款热门游戏, 未来游戏策略向多元化扩展, 变现前景广阔。**通过前期积累的“后浪”稳固流量, B 站现在是包含视频、游戏、直播、社区等服务的综合性内容平台。其中游戏是 B 站营业收入的主要增长点, 它独家代理了多款游戏, 比如《Fate/Grand Order》和《碧蓝航线》等热门游戏。B 站在游戏的选取上大多为二次元游戏或者日系风格的游戏, 与其用户兴趣点重合, 可以让内容与游戏产生良性引流, 帮助 B 站维护用户粘性。但是 B 站的代理模式以联运、代理为主, 容易受到版权方和游戏火爆性的影响。所以 B 站目前通过投资与合作的方式在 IP 产业链上下游继续布局, 未来游戏业务的策略会向多元化、大众化扩展, 游戏中心业务将与代理业务、自研业务一起, 成为 B 站游戏在未来的主要业务板块。

图表 13: 哔哩哔哩 2015 年~2020 年 Q3 主营业务收入构成



来源: 哔哩哔哩公告、国金证券研究所

图表 14: 哔哩哔哩独家代理游戏情况

代理游戏名称	代理时间
《Fate/Grand Order》	2016.1
《碧蓝航线》	2017.6
《公主连结 Re:Dive》	2018.8
《重装战姬》	2019.7
《无法触碰的掌心》	2019.8
《双生视界》	2019.11

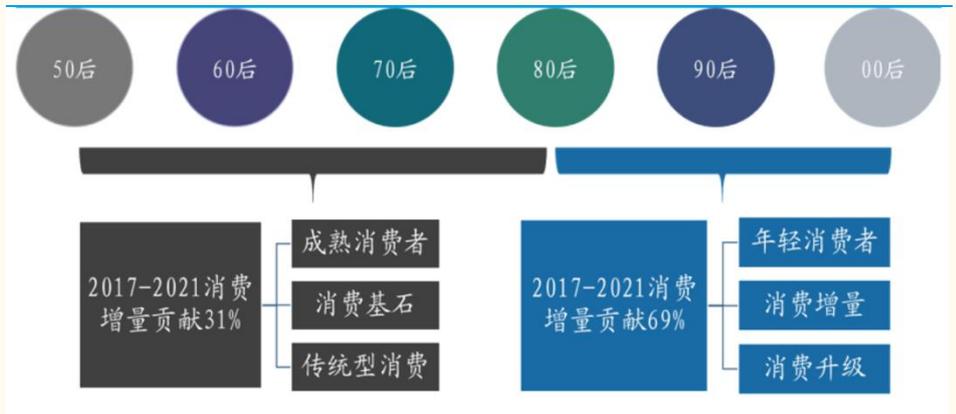
来源: 国金证券研究所整理

1.3 Taptap: 年轻化游戏平台, 社区化改版为商业化变现加速奠定基础

- **Taptap 平台用户具备被开发的潜力, 预计未来游戏广告主投放广告增加会带来商业化加速。**Taptap 平台用户以 90/00 后的 Z 世代为主, 且用户中来自一、二线城市的用户达 56.4%, 这些用户拥有较好的经济实力为游戏付费。同时, 根据《2019 年 Z 世代消费力白皮书》, 70% 的男性和 45% 的女性会因为游戏消费。Z 世代用户的高占比决定 Taptap 吸引了未来 5~10

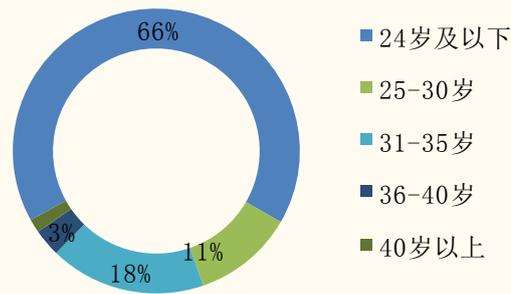
年的手游消费主力群体，游戏厂商为获得优质流量、实现游戏收入增长，预期将加大在 Taptap 上的广告投放力度，以获取更高的用户触达，同时广告价格也有望随着厂商广告预算的提高而提高。

图表 15：年轻消费者贡献主要消费增量



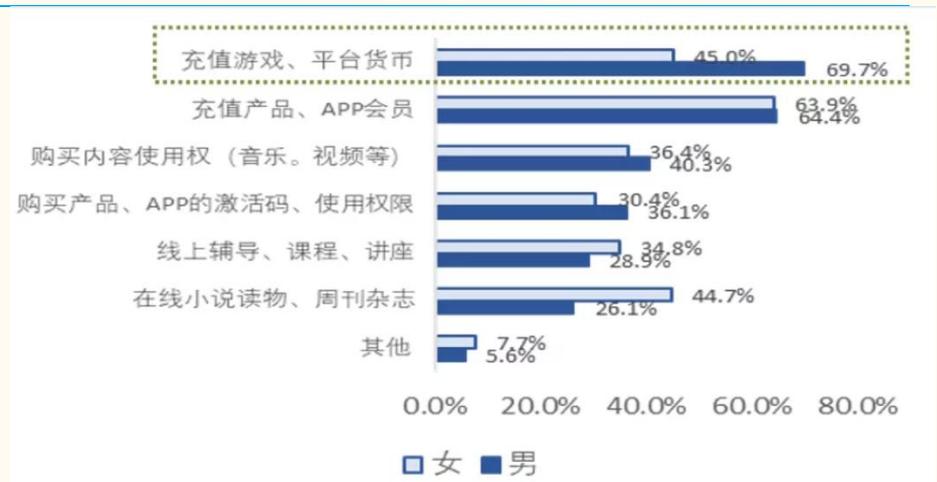
来源：《中国消费新趋势》BCG、国金证券研究所

图表 16：近 8 成 Taptap 用户年龄在 30 岁以下



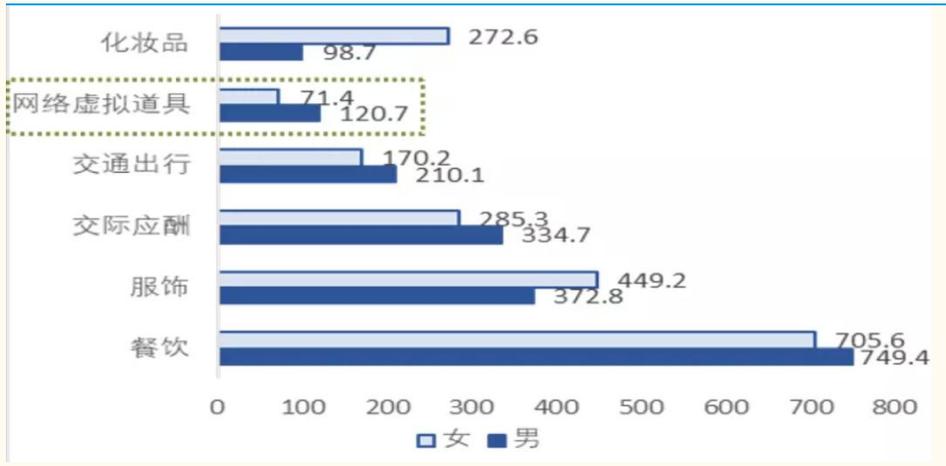
来源：艾瑞数据、国金证券研究所

图表 17：Z 世代虚拟消费中充值游戏排第一



来源：《2019 年 Z 世代消费力白皮书》、国金证券研究所

图表 18: Z 世代男性月均花费 120 元购买虚拟道具



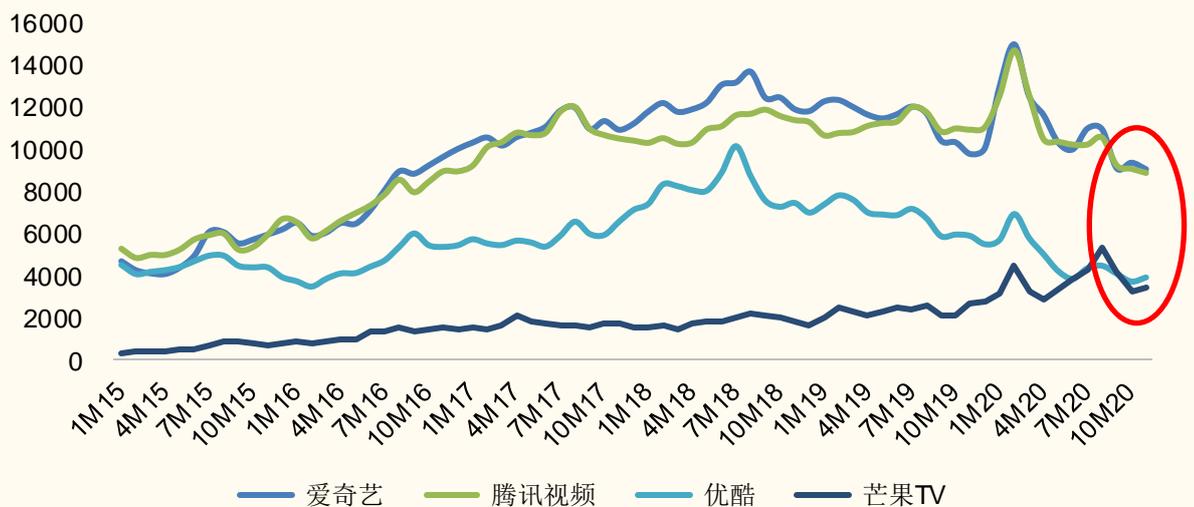
来源:《2019 年 Z 世代消费力白皮书》、国金证券研究所

- TapTap 是零分成渠道, 在精品游戏逐渐绕开传统安卓渠道上线的趋势下, 有望享受这一红利, 吸引更多第三方精品游戏入驻。传统渠道平台和游戏软件多采用联运分成的合作模式, TapTap “不联运, 零分成”的合作模式在游戏上线前期降低的成本可以给游戏盈利更长容忍期, 扶持一些短时间内无法实现盈利的优质游戏进行长线发展。近期《万国觉醒》和《原神》纷纷选择绕开主流安卓应用商店上架,《万国觉醒》和《原神》在上线前均达到 300 万以上的预约量, 相比分成模式下传统渠道带来的流量, TapTap 平台具有更高的性价比, 预计未来有更多头部游戏放弃传统渠道分成模式。

3、长视频: 竞争格局趋于稳定, 价格提升加速变现脚步

- 长视频竞争格局趋于稳定: 爱奇艺、腾讯领跑, 优酷、芒果不相上下。根据 Questmobile 长视频平台 MAU, 爱奇艺和腾讯保持行业领先地位, 而芒果 TV MAU 逐步接近优酷, 大有赶超趋势。在人均单日使用时长方面, 芒果 TV 超越爱奇艺、腾讯、优酷, 连续六个月保持位列第一, 2020 年 11 月芒果 TV 人均单日使用时长 74.32 分钟、爱奇艺 68.43 分钟、腾讯 68.95 分钟、优酷 61.39 分钟。

图表 19: 爱奇艺、腾讯视频领跑, 优酷、芒果 TV 紧随其后 (单位: 万人)



来源: Questmobile、国金证券研究所

- 芒果 21 年全新打造季风计划,《姐姐 2》预计 1 月上线, 或成为会员增长点。季风计划剧综双赛道、内容台网同步播出, 通过头部综艺带动爆款, 主打以现实题材为主的高品质短剧 (12 集*70 分钟模式), 有利于芒果 TV

通过湖南卫视拓展用户群；同时，爆款综艺《乘风破浪的姐姐 2》将于 1 月回归，或将带动会员增长。

图表 20：芒果 TV 季风剧场片单

序号	“季风剧场”拟播出新剧名称	题材	预计播出时间
1	狂猎	反盗猎悬疑	2021 年开年
2	礼物	亲情拯救家庭剧	2021 年开年
3	海葵	悬疑	2021 年 11 月
4	她们的镯子	家庭轻喜剧	2021 年 10 月
5	小菜一碟	轻喜剧	

来源：芒果 TV 发布会、国金证券研究所

- 会员价格提升，长视频平台利润有望进一步释放：爱奇艺 11 月宣布会员提价，腾讯视频表示目前会员价格偏低。爱奇艺 11 月率先宣布，上调安卓端会员价格，保持全端同价。安卓端连续包月、月卡、连续包季、季卡、连续包年、年卡价格涨幅分别为 27%、26%、29%、17%、22%、25%。根据 Questmobile 9 月数据显示，爱奇艺日活达 9000 万，其中安卓用户占比 75%，苹果用户占比 25%。考虑占比后，连续包月、月卡、连续包季、季卡、连续包年、年卡价格涨幅分别为 19%、18%、20%、12%、16%、18%。

图表 21：爱奇艺上调安卓端会员价格，保持全端同价

单位：元	安卓		苹果		涨价后	
	爱奇艺	腾讯视频	爱奇艺	腾讯视频	爱奇艺（全端同价）	爱奇艺与腾讯视频安卓端价差
连续包月	15.0	15	19	19	19	4.0
月卡	19.8	20	25	25	25	5.2
连续包季	45.0	45	58	53	58	13.0
平均每月	15.0	15.0	19.3	17.7	19.3	4.3
季卡	58.0	58	68	68	68	10.0
平均每月	19.3	19.3	22.7	22.7	22.7	3.3
连续包年	178.0	178	218	208	218	40.0
平均每月	14.8	14.8	18.2	17.3	18.2	3.3
年卡	198.0	198	248	233	248	50.0
平均每月	16.5	16.5	20.7	19.4	20.7	4.2

来源：爱奇艺公告、国金证券研究所

1.4 IP 开发：影视制作从“供给驱动”转向“需求驱动”

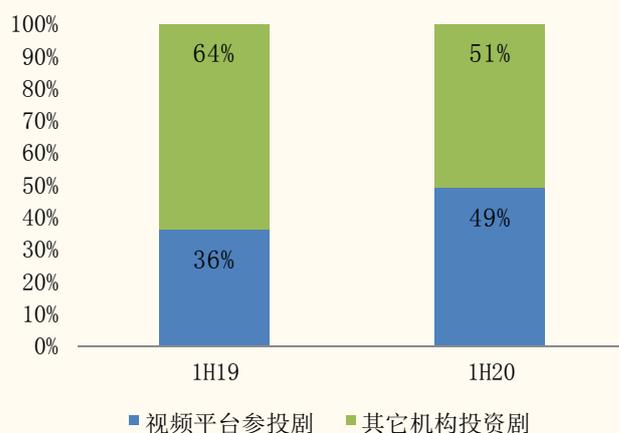
- 影视剧制作从“供给驱动”转向“需求驱动”，刺激产能大幅提升，进而拉动业绩。影视剧制作供大于需，平台议价能力逐渐增强，生产要素逐渐由影视公司向平台转移。转为需求拉动型以后，产能将会有较大的提升。目前供给端和需求端仍存在较大产能空间，且阅文签约作者超过 890 万，签约作品 1340 万部，IP 储备为产能增加提供了充足的保障。

图表 22: 2017-2019 年 影视剧备案数、上线数及网络剧占比情况



来源: 广电总局、智研咨询、国金证券研究所

图表 23: 1H19 与 2H20 视频平台参投剧比例



来源: 艺恩、国金证券研究所

注: 视频平台参投剧指出品公司中含有视频平台及关联公司的剧, 包含自制剧、定制剧

- **影视剧陆续上线, 业绩进一步释放。**新丽传媒 20 年上半年未有新剧上线, 下半年上线四部剧 (《他其实没有那么爱你》《鹿鼎记》《狼殿下》《流金岁月》)。目前, 新丽传媒至少有 8 部剧已杀青而未上线, 有望在明年密集上线, 确认收入, 从而进一步释放业绩。同时, 目前新丽至少有一部剧正在制作中, 有望明年陆续上线, 拉动业绩。

图表 24: 新丽传媒 2021 已杀青片单

序号	名称	出品公司	杀青日期	上线日期
1	狼殿下	新丽传媒、上海耀客文化传媒有限公司	2017/9/19	2020/11/19
2	渴望生活	新丽电视、不二影视	2018/4/30	/
3	斗罗大陆 I	新丽电视文化投资有限公司	2019/7/3	/
4	新天龙八部	畅游天下、企鹅影视、新丽传媒	2019/9/1	/
5	岁岁青莲	企鹅影视、新丽传媒	2019/9/26	/
6	新鹿鼎记	新丽传媒	2019/11/19	2020/11/15
7	他其实没有那么爱你	北京爱奇艺科技有限公司、新丽电视文化投资有限公司	2019/12/2	2020/8/18
8	流金岁月	新丽传媒、上海耀客文化传媒有限公司	2020/7/1	2020/12/28
9	青簪行	腾讯影业、阅文集团、新丽传媒	2020/8/1	/
10	叛逆者	北京爱奇艺科技有限公司、新丽电视文化投资有限公司	2020/8/28	/
11	赘婿	腾讯影业、阅文集团、新丽传媒	2020/10/6	/
12	雪中悍刀行	企鹅影视、新丽电视、响巢国际	2020/11/28	/

来源: 国金证券研究所整理

图表 25: 新丽传媒 2021 拍摄中片单

序号	名称	出品公司	开机日期
1	纵有疾风起	新丽影视、贤君影视	2020/10/14

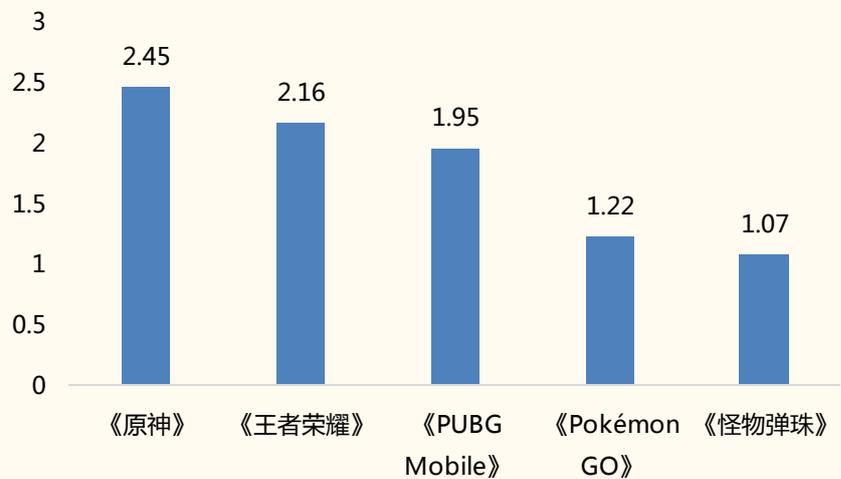
来源: 国金证券研究所整理

二、游戏全球化红利期已至, 中国手游领跑全球

2.1 主机/端游转手游与游戏出海, 双引擎驱动手游增长

- 米哈游的《原神》大获成功根源在于其以端游的品质打入手游市场。《原神》项目开发团队超过 400 人，已达到端游及主机游戏的开发规模，从其产出效果来看，游戏展现年的次世代美术效果与超过 20 平方公里的开放世界也领先于其他手机游戏。原神的开放规模与开发成本已接近端游、单机游戏大作规模，高品质和强 IP 是其大获全胜的动力源泉。
- 国内市场规模增长趋缓，预计出海成为推动国内游戏厂商未来业绩增长的又一驱动力。国内手游市场竞争加剧，海外手游市场空间广阔且政策宽松，2019 年海外手游市场规模约为国内市场的 2 倍，手游厂商不断呈现出海趋势。美国、日本、韩国拥有海外最大规模的手游市场，成为中国手游主要出海方向。2020Q3 进入美区畅销榜 Top100 的中国手游达到 20 款；合计吸金 6.44 亿美元（2018 年 Q3 的 3.6 倍）。
- 我们预期未来手游出海的大趋势将是类似的全球性 IP “端改手”。将原先只有在电脑端、主机端体验的游戏移植或改编到手机上，同时吸引手游玩家和原 IP 玩家。

图表 26：2020 年 9 月 28-10 月 27 全球手游收入 TOP（亿美元）



来源：国金证券研究所整理

- 在出海“端转手”的 IP 选择上，ARPG、射击类和动作冒险类或成最佳选择。手游厂商出海“端转手”IP 的选择往往要考虑到全球用户的共同偏好，同时兼顾原端游用户对手游品质的高标准要求，因此在类型上倾向于更具竞技性、可操作性的品类，如 ARPG、射击类或动作冒险类等。

图表 27：动作冒险游戏的“端转手”IP 选择表

题材	丧尸	冒险	魔幻	惊悚	科幻
游戏	《生化危机》系列 《美国末日》	《古墓丽影》系列 《塞尔达传说》系列	《战神》系列	《寂静岭2》	《银河战士》系列
平台	主机/PC	主机/PC	主机	主机	主机

来源：国金证券研究所整理

图表 28：射击游戏的“端转手”IP 选择表

题材	丧尸	冒险	魔幻	惊悚	科幻
游戏	《生化危机》系列 《美国末日》	《古墓丽影》系列 《塞尔达传说》系列	《战神》系列	《寂静岭2》	《银河战士》系列
平台	主机/PC	主机/PC	主机	主机	主机

来源：国金证券研究所整理

图表 29: ARPG 游戏的“端转手”IP 选择表

题材	犯罪	冒险	魔幻	惊悚	科幻
游戏	《刺客信条》系列	《最终幻想》系列	《上古卷轴》系列 《博德之门》系列 《怪物猎人》系列	《血源》系列 《黑暗之魂》系列	《质量效应》系列
平台	主机/PC	主机/PC	主机/PC	主机/PC	主机/PC

来源: 国金证券研究所整理

2.2 腾讯：“端转手”出海产品密集上线，预计 21 年释放利润

- 腾讯“端转手”IP 之一:《英雄联盟》手游(《LOLM》)已于 10 月 27 日起在日本等多地先行测试,预计将于 2021 年正式上线并兑现利润。《英雄联盟》是 2009 年由美国拳头公司研发,腾讯独家代理大陆地区的 MOBA 类端游。游戏广受全球玩家喜爱,截至 2020 年《英雄联盟》累计注册用户达 8 亿人次,MAU、DAU 分别超过 1 亿、1600 万。《英雄联盟》社交性和竞技性并存,适合不同类型的玩家游玩,预期《英雄联盟》手游将成为腾讯 IP 化“端转手”出海先锋。
- 腾讯“端转手”IP 之二:腾讯与原作厂商动视共同研发的《使命召唤》手游已于 12 月 25 日上线,海外收入表现亮眼,预计 21 年国内上线拉高流水。《使命召唤》是动视公司由 2003 年起推出的系列第一人称射击游戏,系列游戏包含 16 部单机游戏正作、4 部资料片及多款网络游戏,游戏平台覆盖 PC、索尼/微软/任天堂等多款主机。截至 2019 年《使命召唤》系列作品累计销量达 3 亿份,展现了该 IP 深厚的玩家基础。
- 腾讯“端转手”IP 之三:《地下城与勇士》手游(《DNFM》)官网预约量突破 4000 万。《地下城与勇士》是 NEOPLE 由 2008 年研发、腾讯负责中国大陆地区发行的产品。截至 2018 年《DNF》十年间在中国大陆地区累计收获 3 亿注册量,是腾讯旗下生命力最持久的游戏之一。

图表 30: 腾讯游戏拥有英雄联盟等多款“端转手”优质 IP

储备全球性游戏 IP	游戏类型	IP 类型	预计上线时间
《英雄联盟》	MOBA	端游	2021
《使命召唤》	FPS	主机游戏	2020 年 12 月 25 日
《宝可梦》	多种	主机游戏	未确定
《彩虹 6 号》	FPS	端游	未确定
《刺客信条》	ACT	端游	未确定
《塞尔达》	ACT	主机游戏	未确定(预计 2022)
《最终幻想》	RPG	主机游戏	未确定
DNF《地下城与勇士》	ARPG	端游	未确定(预计 2021)

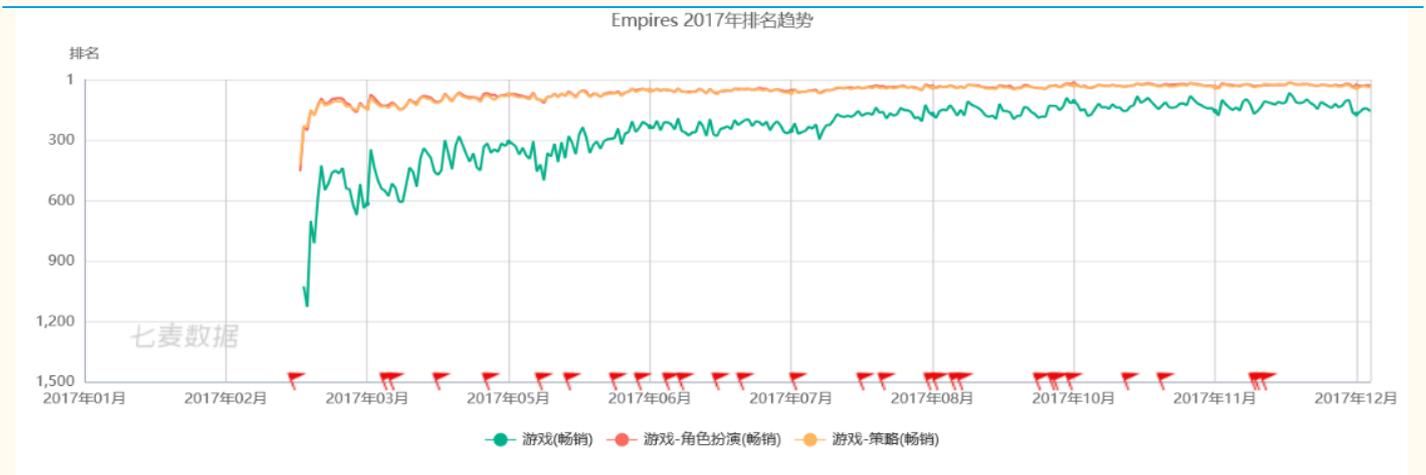
来源: 国金证券研究所整理

2.3 三七互娱:传统优势品类不断迭代,以新品类突破海外市场,预计未来持续迭代

- 三七互娱以“SLG+三消”品类作为国外的主推品类,该品类前序产品《Empires & Puzzles》在美国市场取得巨大成功。《Empires & Puzzles》的画风是欧美普遍接受度很高的卡通风格,三消的部分是核心战斗操作,消除三个同色的方块即可攻击,同时结合英雄养成,基地家园建设(SLG)的玩法增加了游戏深度。作为“SLG+三消”品类的早期成功产品,《E&P》三消的核心操作足够轻度,奇幻题材和 RPG 玩法让三消核心有了明显的外沿,SLG 等经营养成元素则进一步加强了商业化的空间。《E&P》2017 年初上线后一直火爆,在上线一年后即吸引到 120 万日活跃用户,300 万月活跃用户;截至 2019 年末,上线不足三年的《E&P》总收入超过 5 亿美元,总下载量突破 4100 万次。在上线近四年的 2020 第四季度,《E&P》仍能保持美国畅销榜前 50~100 名的收入水平,体现 SLG 品类的长久生命

力。三七互娱选择 SLG 作为出海突破赛道，也正是源于对其长线持续回报的期待。

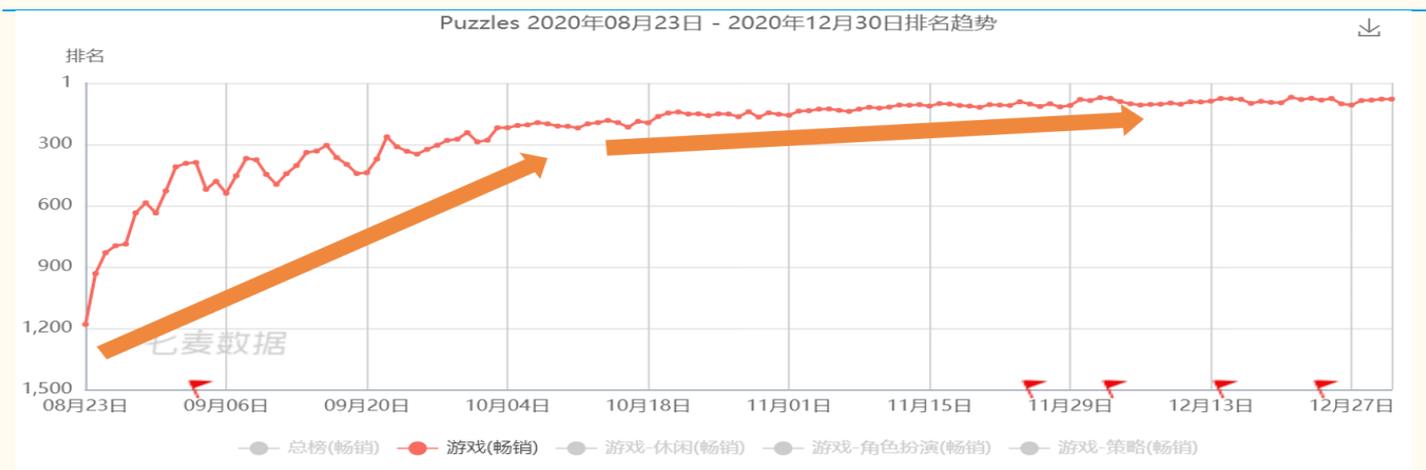
图表 31: 《Empires and Puzzles》2017 年美国 IOS 畅销榜排名



来源：七麦数据、国金证券研究所

- 公司“三消+SLG”迭代产品《Puzzles & Survival》在美国畅销榜取得佳绩，有望复制《Empires and Puzzles》的成功增长曲线。公司的“SLG+三消”迭代产品《Puzzles & Conquest》、《Puzzles & Survival》在玩法上与《E&P》相似，但三消玩法整体比重小、难度大，同时增加了 SLG 玩法的深度并创新了策略玩法。此外，公司出海的产品还借鉴“僵尸、末日”，同题材 SLG 产品具备成功先例，在题材上选用广受美国用户喜爱的产品。公司的《P&C》迭代产品《Puzzles & Survival》相较于前作上升势头更为迅猛，第二阶段的上升拐点来的也更快。第一阶段即上市后至 9 月进入畅销榜前 500 名并快速上升，相较爆款产品明显加快。第二阶段即上市起 4 个月，截至 2020 年 12 月 30 日，《P&S》位居畅销榜 78 名，未来有望继续向上突破。《Puzzles and Survival》有望复制《Empires & Puzzles》的畅销榜两阶段攀升成功先例，成为三七“三消+SLG”出海爆款。

图表 32: 《Puzzles and Survival》近三月美国 IOS 畅销榜排名



来源：七麦数据、国金证券研究所

- 三七互娱以 SLG 这一长线运营品类作为出海主力，初次尝试西部题材《Wild Frontier》并取得成效。公司参投的知名游戏工作室羯磨科技以 SLG 产品知名，其制作人刘宇宁之前供职于国内知名游戏厂商 FunPlus，带领团队完成两款爆款 SLG 产品《阿瓦隆之王》和《火枪纪元》。以上两款产品已经在全球市场累计获取超 1 亿下载量、20 亿美元总流水的成绩，时任公司连续数月盘踞中国游戏出海榜首。羯磨科技在三七参投后的产品

《Wild Frontier》选取西部题材，文化特点明确，容易被用户识别。同时在保持 SLG 玩法优势的基础上，添加牛仔对决、赌博、美人养成玩法，重做英雄体系，提升可玩性。目前，《Wild Frontier》已经在美国、日本、韩国等 40 多个市场上线，监测数据显示在多个地区取得了不错的畅销成绩。公司首先借助于富有经验的游戏工作室，从而避免了新品类突破上走入歧途，保持了 SLG 品类出海的稳健性。

三、疫情后的线下复苏：“楼宇复苏”之后是“影院复苏”

3.1、电影市场孕育结构化机会，对标发达市场空间尚大

- 居民文娱消费持续增长，三四线城市有望在我国电影总票房已达一定规模的情形下成为电影票房增量主力。2015-2019 年间，我国人均 GDP 和人均消费支出逐年增加，人均 GDP 于 2019 年突破一万美元，与此同时居民教育文化娱乐消费支出比例在 2018 年下跌之后反弹增长，人们对于文娱产品的消费需求正不断增长，而电影作为娱乐消费的重要组成部分，也面临着增长的契机。2012-2019 年，我国电影总票房逐年增加，但增速不断放缓，说明我国电影票房已达一定规模。在电影票房占比中，一线和二线城市占比呈下降趋势，但三线和四线城市的电影票房占比逐年增加。2017-2020 年，三线城市的票房占比从 15.7% 增加到 16.3%，四线城市的票房占比从 23.2% 增加到 26.6%，相比于一二线城市，三线和四线城市电影市场饱和度较低，增长空间较大。

图表 33：我国 2015 年~2019 年人均消费支出（万元）、人均 GDP（万元）与居民教育文化娱乐消费支出占比（%）

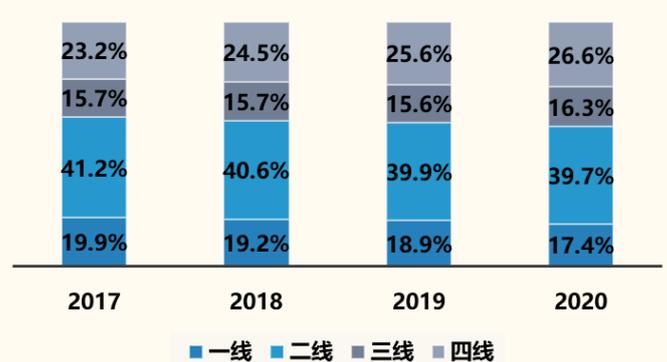


来源：国家统计局、国金证券研究所

图表 34：2012 年~2019 年中国电影总票房 (亿元) 与增长速度 (%)



图表 35：2017 年~2020 年中国各线城市票房占比 (%)

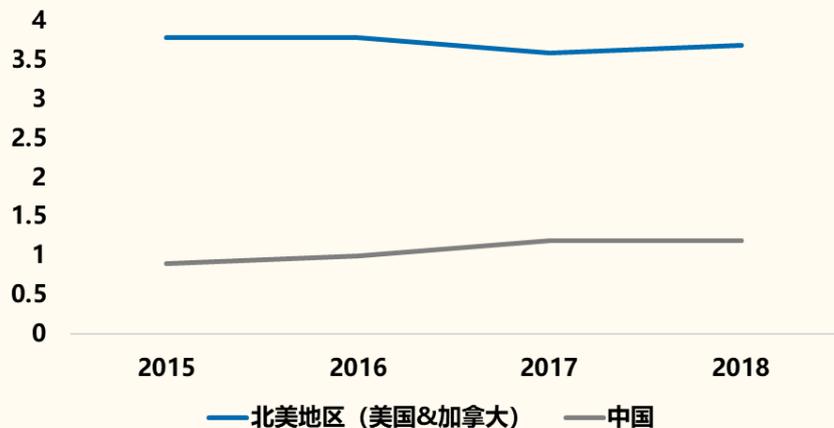


来源：猫眼专业版、国金证券研究所

来源：猫眼专业版、国金证券研究所

- 人均观影次数远低于以北美地区为代表的发达市场，我国观影市场潜力较大。国内影院银幕数量早在 2017 年就已超越北美总和，突破五万块，成为全球银幕数最多的国家，且仍以较高速度增长，但我国电影票房增速却在放缓，有一部分原因在于我国电影观众没有北美地区观众成熟，人均观影次数偏低。2015-2018 年，以美国和加拿大为代表的北美地区人均观影次数接近于 4，而我国人均观影次数不到 1.5，远低于北美地区，这方面相比还有很大的差距。有数据显示，2019 年北美地区影迷为 2.68 亿，约占总人口的 76%，影迷人均观影 4.6 次。目前我国还尚未大面积形成这种影迷文化，而在我国 14 亿庞大的人口基数下，伴随着城镇化率的提升，三四线城市居民观影习惯的培养，发展影迷的潜力较大，人均观影次数有望提升，届时将会有效促进电影市场的发展。

图表 36：2015~2018 年中国与北美地区 (美国&加拿大) 人均观影次数对比



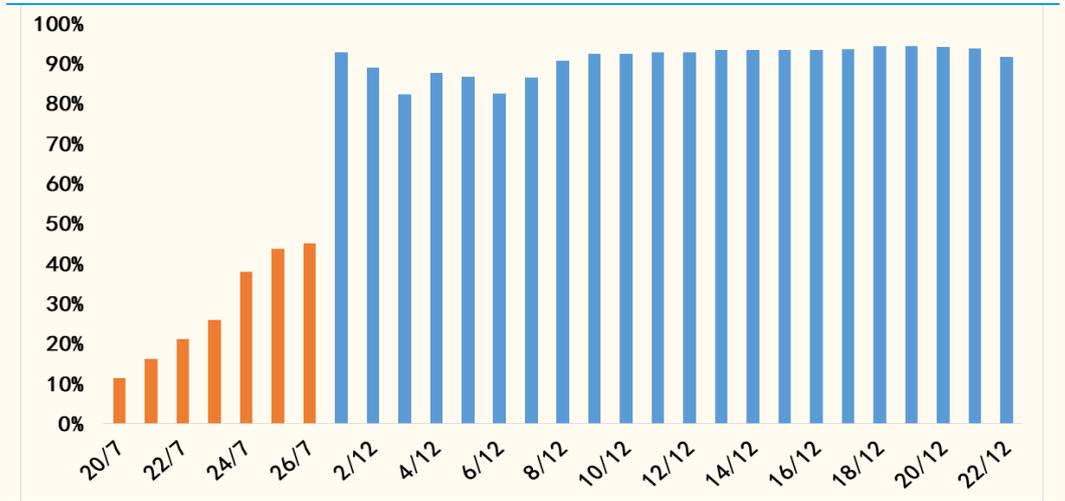
来源：国金证券研究所

3.2 复工加速行业出清，龙头公司扩大市场份额

- 复工向好伴随着影视行业加速出清，龙头公司扩大市场份额，行业集中度加剧。自 7 月 20 日国内影院复工复产以来，电影市场逐渐复苏，影院复工率持续增长，到 2020Q4 复工率已接近 92%，基本全面复工。2020Q4 月度票房与月度观影人次基本均恢复到了去年同期水平的一半以上，行业复工恢复向好。经过疫情后的影视行业加速出清，上半年超过 300 家影院注销，中小规模影院永久性退出市场，龙头公司如万达也进行了市场份额扩张。从数据我们可以看到，2020 年国内前三大院线霍尔果斯万达电影院线、广东大地电影院线和上海联合电影院线的票房份额相较以往年份均有所增加，且 2020Q3 前五大院线影院数量占比为 36.2%，同比增长

0.4%，前五大院线影院银幕数量占比为 40.1%，同比增长 0.6%。龙头公司市场占有率提升，加剧了行业集中化程度。

图表 37：2020 年国内影院复工率 (%)



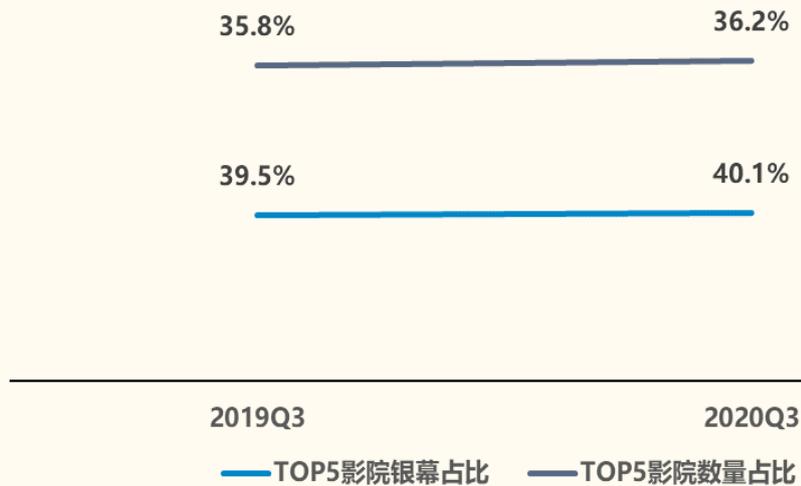
来源：猫眼专业版：全国影院复工看板、国金证券研究所

图表 38：2015~2020 年中国前三院线年票房份额



来源：猫眼专业版、国金证券研究所

图表 39: 2019Q3 与 2020Q3 TOP5 影院银幕占比 (%) 与院线数量占比 (%)

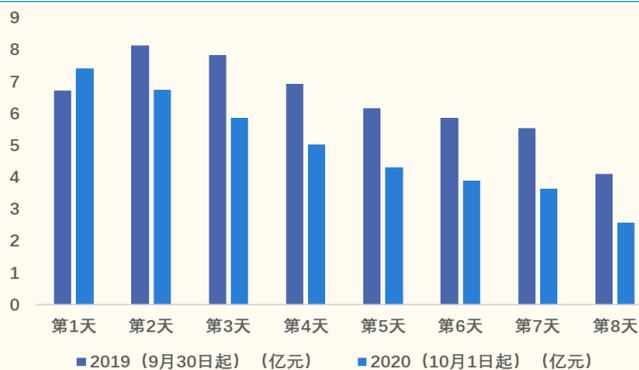


来源: 猫眼专业版、国金证券研究所

3.3 疫情复工逆境反转, 21 年 H1 确定性增长

- 国庆档“票房收入+观影人次”基本恢复至去年同期水平, 2021 年春节档票房将继续迎来确定性大幅增长。自 2020 年春节档以来, 国内影院停工已超过半年之久, 整个电影行业受疫情影响前三季度表现不佳, 但从 7 月 20 日国内影院陆续复工开始, 院线人气与日俱增。国庆档作为影院复工后的首个重要档期, 其市场表现提振院线复工热情, 今年国庆档票房收入及观影人次均基本恢复到去年水平, 在观影活动暂停半年之久后, 大众观影需求潜力巨大。目前伴随国内疫情的有效控制以及预计未来多款明星佳作的上映, 2021 年春节档预计将大幅增长。其中,《唐人街探案 2》在 2018 年春节档上映后总票房达到 33.67 亿, 猫眼评分 9.0, 在前期系列电影打好的扎实基础上, 预计万达电影主投的《唐人街探案 3》在 2021 年春节档可以延续 2018 年票房辉煌。

图表 40: 2019 年与 2020 年国庆档票房对比



来源: 猫眼专业版、国金证券研究所

图表 41: 2020 年月份观影人次



来源: 猫眼专业版、国金证券研究所

图表 42：2021 年春节档影片

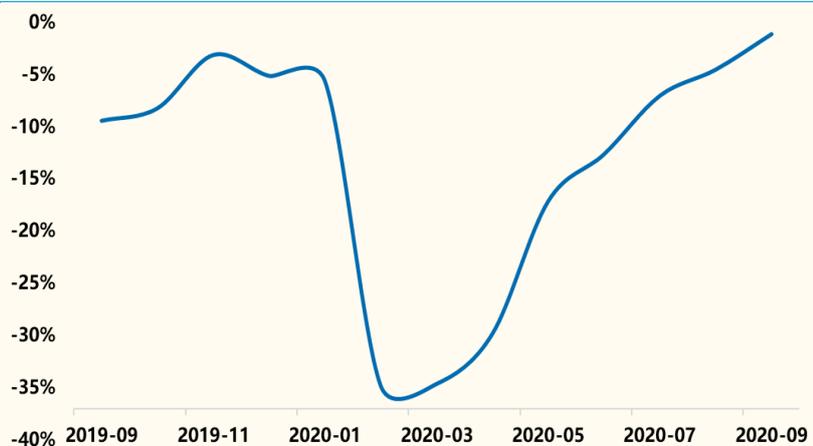
2021年春节档影片	类型	出品方
《唐人街探案3》	喜剧/悬疑	万达影视传媒有限公司、北京壹同传奇影视文化有限公司
《你好，李焕英》	喜剧/剧情	北京京西文化旅游股份有限公司 北京大碗娱乐文化传媒有限公司
《侍神令》	奇幻	工夫影业（宁波）有限公司 北京网易影业文化有限公司
《刺杀小说家》	动作/奇幻/冒险	浙江华策影视股份有限公司、北京自由酷鲸影业、上海阿里巴巴影业有限公司、霍尔果斯聚合影联文化传媒有限公司、华策影业（天津）有限公司
《新封神：哪吒重生》	动作/动画/奇幻	追光人动画设计（北京）有限公司
《人潮汹涌》	剧情/喜剧/犯罪	上海艺言堂影视文化传播有限公司、英皇影业有限公司（中国香港）、北京光线影业（中国）、深圳市一怡以艺文化传媒公司

来源：猫眼专业版、国金证券研究所

3.4、疫情对广告市场的影响逐步减小，电梯和电影广告未来增长空间大

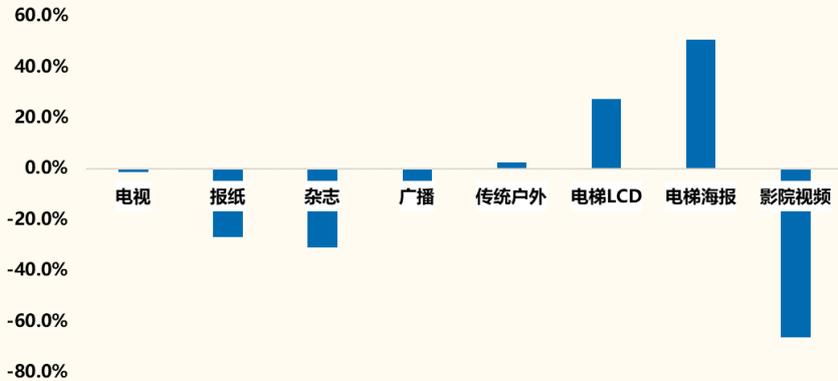
- 疫情缓和线下广告复苏明显，电梯楼宇和电影广告增长表现突出。2020年2-3月受疫情影响严重，广告刊例花费同比大幅下降，呈现大幅负增长，最低位达-35%。此后随着疫情缓和，企业复工复产，广告刊例花费在达到最低点后开始反弹上升，自2019年12月以来于2020年9月首次回归同比正增长，且同比增速有持续走高趋势，线下广告复苏明显。在各类线下广告投放渠道中，2020年9月电梯LCD和电梯海报广告同比增速分别为27.2%和50.8%，远超其他渠道广告刊例花费同比增长。其中，影院视频广告刊例花费虽在2020年9月同比仍为负值，但环比增长超过1000%。国内影院自陆续复工以来院线人气与日俱增，首个国庆档也基本恢复至去年同期水平，以及2021年多部春节档佳作的加持，预计票房收入将会确定性增长，影院视频广告刊例花费也将同步呈现大幅确定性增长。

图表 43：2019 年 9 月~2020 年 9 月广告刊例花费同比变化 (%)



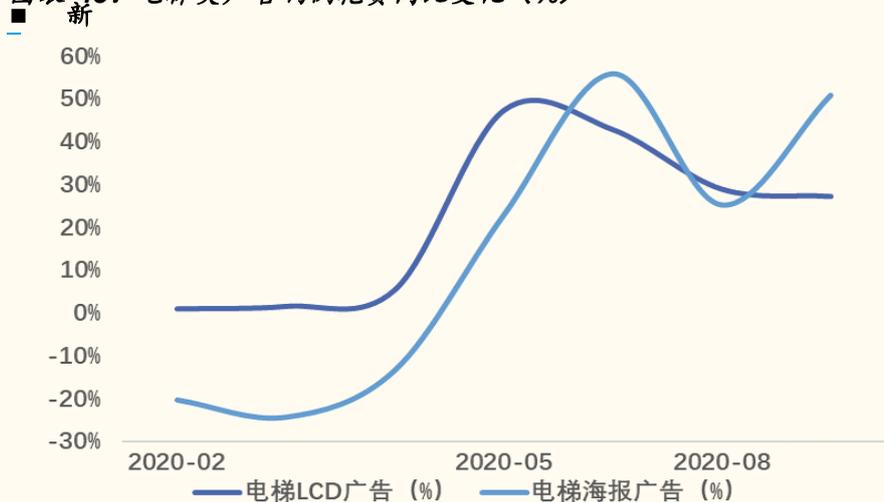
来源：CTR 报告、国金证券研究所整理

图表 44：2020 年 9 月各投放渠道广告刊例花费同比变化 (%)



来源：CTR 报告、国金证券研究所整理

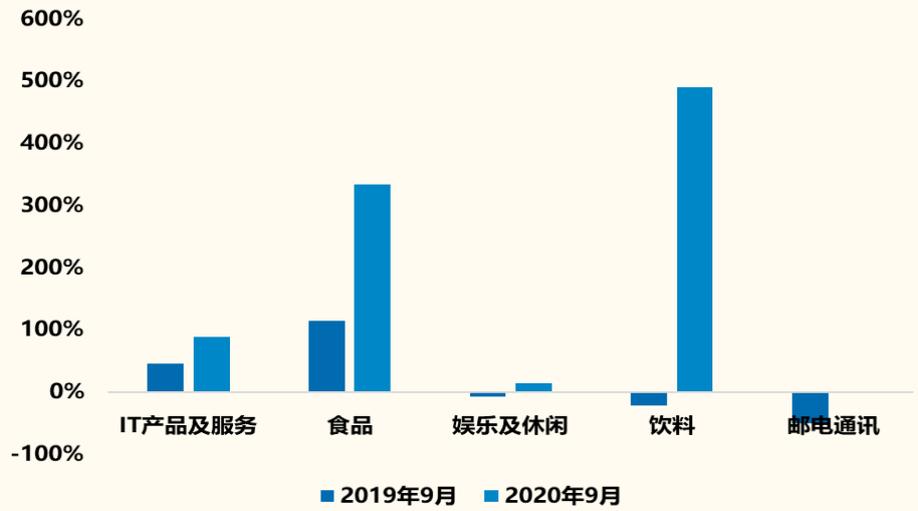
图表 45：电梯类广告刊例花费同比变化 (%)



来源：CTR 报告、国金证券研究所整理

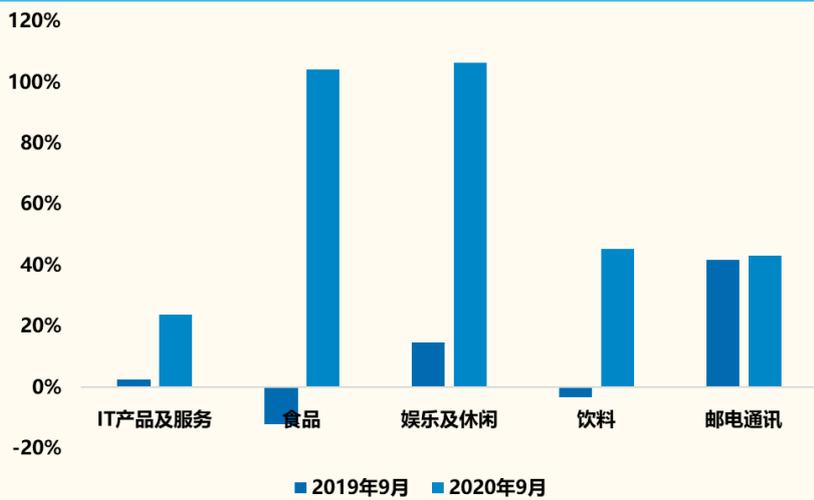
消费赛道崛起带动楼宇广告收入大幅增长，分众传媒成为众多消费类品牌的核心投放阵地。随着新消费品牌的快速崛起以及线上竞争日趋激烈的情况下，梯媒以其目标受众高度集中和性价比凸显的特性成为各品牌方为快速建立市场知名度的集中投放阵地。数据显示，2020 年 9 月电梯 LCD 和电梯海报广告 TOP5 行业花费同比增速均有所增长。其中，IT 产品及服务、食品和饮料行业电梯 LCD 广告花费同比均大幅增长，同比增速分别达 89.30%、334.40%和 490.40%。在电梯海报广告中，食品和娱乐以及休闲行业广告花费同比增速分别为 104%和 107%。作为楼宇媒体龙头的分众传媒在新消费行业崛起的浪潮中占据着十分重要的位置，近两年分众传媒月平均广告主总体超过 20 个，众多消费类品牌如飞鹤、波司登、元气森林和自嗨锅等通过分众大量投放成功打响品牌知名度。

图表 46: 电梯 LCD 广告 TOP5 行业花费同比增速对比 (%)



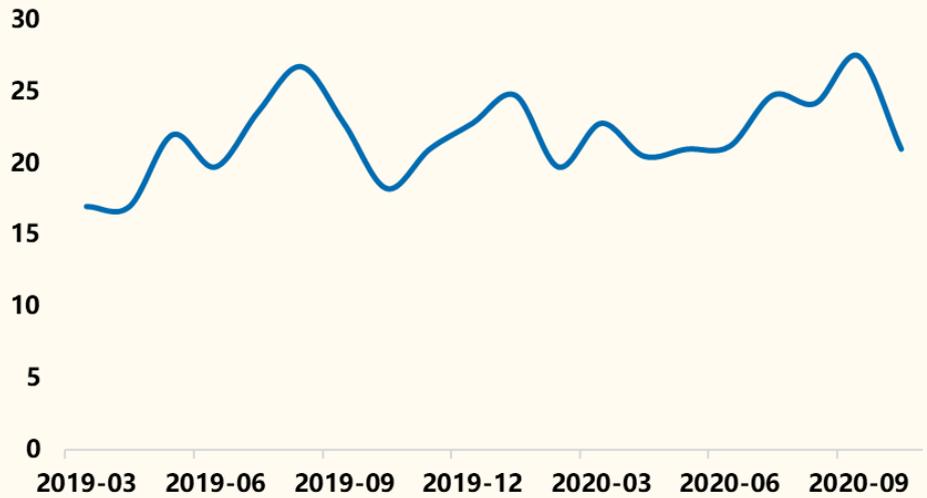
来源: CTR 报告、国金证券研究所整理

图表 47: 电梯海报广告 TOP5 行业花费同比增速对比 (%)



来源: CTR 报告、国金证券研究所整理

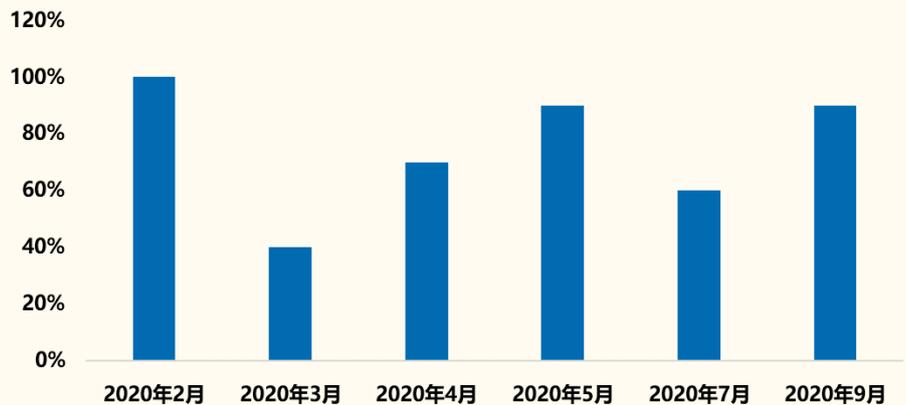
图表 48: 分众传媒月均广告主 (个)



来源: 草根调查报告、国金证券研究所整理

- **电梯广告市场未来增长空间大, 广告主预算向头部平台集中。**在今年每月电梯 LCD 广告 TOP10 刊例花费的广告主中, 平均有 7 个以上为新广告主。其中, 2020 年 2 月新广告主占比达到了 100%, TOP10 刊例花费均为新广告主, 电梯广告主的波动性较大。说明目前整个市场对电梯广告的需求大, 电梯广告市场并未完全饱和, 未来增长空间大。在电梯 LCD 广告 TOP10 刊例花费的老广告主中, 超过 50% 的广告主有大于 100% 的大幅同比增速, 如今年 3 月, 步步高、瑞幸和竹叶青同比增幅分别达到 788.10%、102.50% 和 796%, 智联招聘的同比增幅更是超过 1000%, 君乐宝于今年 4 月份同比增幅也达到了 1000%。疫情催化下广告行业马太效应显现, 广告主的预算逐步向头部平台集中, 头部平台未来电梯广告收入预计将呈上升趋势。

图表 49: 电梯 LCD 广告 TOP10 品牌为今年新广告主占比 (%)



来源: CTR 报告、国金证券研究所整理

图表 50: 电梯 LCD 广告 TOP10 刊例花费的老广告主同比增幅 (%)

月份	品牌	排名	同比增幅
3	BOSS直聘	3	-43.70%
3	步步高	5	788.10%
3	妙可蓝多	7	-67.40%
3	智联招聘	8	>1000%
3	瑞幸	9	102.50%
3	竹叶青	10	796%
4	BOSS直聘	2	295.90%
4	妙可蓝多	7	-76%
4	君乐宝	9	>1000%
5	伊利	8	78%
7	伯爵旅拍	5	25.30%
7	妙可蓝多	6	-65.60%
7	58同城	8	22.30%
7	蒙牛	9	644.90%
9	君乐宝	8	512.06%

来源: CTR 报告、国金证券研究所整理

四、投资建议

■ 我们认为 2021 年传媒与互联网行业需要主要关注以下 3 个方面

1) 传媒与互联网板块各个领域商业化变现加速趋势。

推荐标的 1 心动公司: “0 分成”新兴渠道, 有望吸引更多优质游戏; 年轻化 Z 世代游戏平台, 社区化改版为未来变现加速奠定基础。

推荐标的 2 芒果超媒: “季风计划”台网齐发力有望助力用户破圈, 开辟“小芒电商”作为第二增长赛道。

推荐标的 3 快手科技: 预计 2021 年上市, 商业化变现加速有望带来利润高增长。

2) 游戏板块“爆款端游/主机游戏 IP”转“手游”及出海趋势。

腾讯控股: 爆款“端转手”出海产品《英雄联盟》、《使命召唤》、《DNF》等密集上线, 预计 21 年释放利润。

三七互娱: 传统优势品类不断迭代, 以新品类突破海外市场, 预计未来持续迭代。

3) 线下板块疫情后“复苏”趋势。

分众传媒: 消费赛道崛起带动楼宇广告收入大幅增长, 分众传媒成为众多消费类品牌的核心投放阵地。

万达电影: 复工向好伴随着影视行业加速出清, 龙头公司扩大市场份额, 行业集中度加剧。

五、风险提示

■ 商业化变现不及预期: 短视频平台目前在拓展广告主阶段, 若因团队执行力或其他原因导致拓展头部广告主的规模和速度不及预期, 则将其广告业务的发展及公司整体毛利率的改善产生较大影响, 从而影响公司未来业绩。

- 游戏上线或表现不及预期：游戏上线受游戏获得版号的影响，其上线时间具有一定的不确定性。游戏表现可能不及预期，从而影响公司业绩。
- 线下恢复不及预期：随着冬季疫情的反复，可能影响影院上座率，导致线下恢复不及预期。
- 行业政策风险：网络剧与游戏的审核日益趋严，可能导致网络剧及游戏的上线周期延长，从而影响业绩。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402