

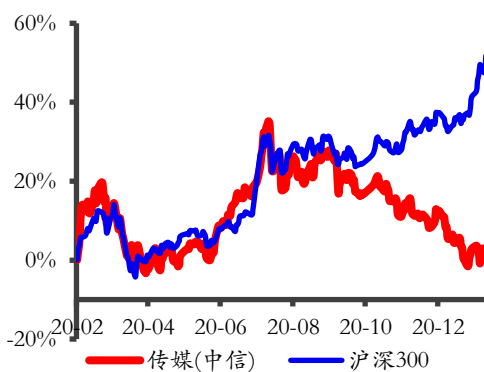


## “宅经济 2.0”有望到来，看好换挡期的游戏和底部反转的影视板块

行业评级：增持

报告日期：2021-01-28

行业指数与沪深 300 走势比较



分析师：姚天航

执业证书号：S0010520090002

邮箱：yaoth@hazq.com

联系人：郑磊

执业证书号：S0010120040032

邮箱：zhenglei@hazq.com

### 事件：

国家发改委于 1 月 27 日出台了《关于做好人民群众就地过年服务保障工作的通知》，其中鼓励就地过年、减少出行，并要求满足就地过年人民群众的精神娱乐要求，鼓励开展线上、线下娱乐活动。

### 事件点评：

1 月 27 日传媒板块大涨，其中中信传媒指数涨幅 3.12%，包括游戏和影视相关公司涨幅较大。我们认为，主要有三方面因素：1) **板块配置轮动**：部分资金从前期涨幅较大的食品饮料，周期和军工等板块流出；2) **宅经济 2.0 带动文娱板块短期高景气度**：受到国内疫情反复的影响，今年春节减少出行和社交也将使得公众的文娱需求短期爆发，虽然较去年有所较弱，但预计仍将带来短期的高景气度，同时叠加今年线上线下娱乐结构性的变化；3) **传媒板块估值普遍存在超跌现象**：目前 A 股传媒板块中，我们重点跟踪的游戏公司 2021 年估值中位数在 14x，电影公司 27x，电视剧公司 11x，营销公司 36x，出版公司 11x 左右。估值水平无论从历史以及当下的市场水平来看，均处于较低分位。

**“宅经济”依旧，利好线上娱乐：游戏和互联网视频。**基于 2020 年春节期间的历史数据，我们认为今年“宅经济”仍将利好游戏与互联网视频。主要系：1) **“就地过年”政策利好线上娱乐**：在“就地过年、减少外出”的政策倡导下，居民春节期间的休闲娱乐方式将以游戏、互联网视频等线上娱乐为主；2) **“鼓励提供免费流量”等政策将进一步带动互联网视频活跃用户数提升**：1 月 27 日，发改委发文重点指出：“要增加网络、电视、广播等文化体育节目供应，鼓励提供免费流量、网络视频 APP 限时免费电影放映等线上服务”。我们认为，加大互联网视频内容的供给和便利性有望在短期内进一步提升互联网视频的用户数和在线时长。

**“宅经济 2.0”一定程度扩大公众活动范围，线下娱乐景气可期。**当前大城市的病例仍控制在较小的范围内，今年的防控政策相较于去年更显弹性，充分考虑了人民群众的娱乐需求。本次文件明确规定“低风险的地区影剧院等演出和娱乐场所接纳人数不能超过核定人数的 75%”，消除了市场对于供给端的担忧，叠加“就地过年”成为主流国内方式，看好春节档接棒元旦档，再次释放观影需求。目前，春节档电影包括了：1) 《唐人街探案 3》，由万达出品；2) 《你好，李焕英》，由贾玲执导、沈腾主演，北京文化出品；3) 《人潮汹涌》，由刘德华主演，光线传媒出品；4) 《刺杀小说家》，由杨幂主演，华策影视出品；5) 《侍神令》，由华谊兄弟出品；6) 《熊出没：狂野大陆》，由华强方特与横店影视出品；7) 《新神榜：哪吒重生》，由阿里影业出品，泡泡玛特参投。

估值普遍存在超跌现象，看好处于换挡期的游戏和底部反转的影视板块。目前，传媒板块处于历史底部，我们重点跟踪的游戏公司 2021 年估值中位数在 14x，电影公司 27x，电视剧公司 11x，营销公司 36x，出版公司 11x 左右，估值水平无论从历史以及当下的市场水平来看，均处于较低分位。我们认为，游戏行业长期来看成长性依旧可期，同时叠加商业模式和现金流优秀，唯一的问题在于竞争格局，部分优质的游戏公司还需时间的沉淀，以业绩的稳定性来换取更高的估值。而影视方面，我们仍坚定此前对于 2021 年电影板块复苏的判断，疫情对于线下娱乐的影响正在边际放缓，带来影院复苏，而影院产能清退有望带来龙头院线票房、市占率双增长。因此，在当下的估值水平下，无论是处于换挡期的游戏板块以及处于底部反转的影视板块均具备一定的吸引力。

图表 1 重点传媒上市公司估值一览

板块	上市公司	市值	2020—2022 年净利润 (亿元)			2020—2022 年 PE		
			2020	2021	2022	2020	2021	2022
游戏	三七互娱	738	28.8	34.6	41.0	25.6	21.4	18.0
	完美世界	543	24.1	29.1	34.2	22.6	18.7	15.9
	世纪华通	482	37.6	44.8	52.4	12.8	10.8	9.2
	巨人网络	364	11.0	14.6	17.8	33.0	25.0	20.4
	昆仑万维	291	43.1	17.1	19.6	6.7	17.0	14.9
	吉比特	255	11.0	13.8	16.2	23.2	18.5	15.7
	掌趣科技	156	6.6	10.2	12.6	23.6	15.4	12.4
	游族网络	122	8.9	11.2	13.7	13.7	10.8	8.9
	电魂网络	79	4.1	5.7	6.8	19.6	14.0	11.6
	宝通科技	69	4.1	5.5	6.8	17.1	12.6	10.2
	凯撒文化	66	2.3	6.0	8.4	28.9	11.0	7.9
	<b>中位数</b>					<b>19.6</b>	<b>14.0</b>	<b>11.6</b>
电影	万达电影	450	-19.3	16.0	19.9	-23.3	28.1	22.6
	光线传媒	380	4.2	10.6	12.8	90.0	35.8	29.7
	中国电影	225	-2.5	11.0	13.1	-90.7	20.4	17.2
	华谊兄弟	114	-2.8	4.1	4.6	-41.2	27.6	25.0

	横店影视	90	-1.9	3.7	4.4	-48.2	24.5	20.6
	上海电影	49	-2.3	1.7	1.6	-21.1	29.7	30.8
	金逸影视	34	-2.8	1.0	1.2	-12.2	35.3	28.3
	<b>中位数</b>					<b>-21.1</b>	<b>27.6</b>	<b>22.6</b>
<b>电视剧</b>	华策影视	119	4.4	6.0	7.2	26.9	19.9	16.6
	捷成股份	80	5.1	8.1	10.5	15.7	9.9	7.7
	慈文传媒	27	1.4	2.5	2.5	18.9	11.0	10.7
	新文化	22	1.2	1.8	2.0	18.6	12.0	11.0
	<b>中位数</b>					<b>-12.2</b>	<b>24.5</b>	<b>20.6</b>
<b>广电</b>	东方明珠	302	19.0	22.1	23.4	15.8	13.6	12.8
	新媒股份	149	5.1	7.4	9.2	23.6	18.7	15.2
	歌华有线	127	2.5	5.5		49.5	22.5	
	中视传媒	42	0.2	1.3	1.6	232.1	31.6	26.8
<b>营销</b>	分众传媒	1659	37.9	53.3	64.5	43.8	31.1	25.7
	天下秀	234	4.0	6.2	8.9	58.0	37.9	26.4
	利欧股份	213	32.9	5.3	6.9	6.5	40.2	30.7
	三人行	125	3.6	5.4	7.6	34.7	23.1	16.4
	值得买	83	1.5	2.0	2.4	53.7	42.2	34.2
	<b>中位数</b>					<b>43.8</b>	<b>31.1</b>	<b>26.1</b>
<b>教育</b>	中公教育	2429	25.4	34.9	46.0	95.6	69.6	52.8
<b>出版</b>	中南传媒	166	14.5	14.8	16.2	11.5	11.3	10.2
	凤凰传媒	159	13.6	15.6	16.1	11.7	10.2	9.9
	中文传媒	133	17.1	18.3	19.2	7.8	7.3	6.9
	中国出版	104	7.4	9.5	11.3	14.0	10.9	9.2

	新华文轩	88	12.0	13.1	14.4	7.3	6.7	6.1
	中信出版	73	2.6	3.3	3.9	27.9	22.2	18.8
	中国科传	73	4.6	5.4	6.0	16.0	13.5	12.2
	中文在线	67	0.8	1.3	2.0	85.8	50.5	34.5
	新经典	59	2.6	3.1	3.6	22.7	19.1	16.2
	<b>中位数</b>					<b>14.0</b>	<b>11.3</b>	<b>10.2</b>
<b>互联网</b>	芒果超媒	1498	18.6	22.6	27.4	80.5	66.4	54.8
	顺网科技	101	2.0	2.7	3.6	51.7	37.4	27.9
<b>其他细分赛道</b>	掌阅科技	154	2.6	4.0	5.4	59.5	38.4	28.6
	视觉中国	99	1.8	2.8	3.6	55.2	35.9	27.4
	锋尚文化	84	3.0	4.4	5.6	27.9	19.3	15.0
	奥飞娱乐	78	0.8	2.5	3.5	104.2	31.1	22.7
	当代文体	34	-9.4	4.1	4.2	-3.6	8.3	8.0

资料来源：Wind，华安证券研究所

\*归母净利润根据 Wind 一致预期，数据截止 2021/01/27 收盘

### 投资建议：

无论是从资金配置的角度，以及历史和当下估值水平的角度来看，**传媒板块**目前均具备足够的安全边际。而今年春节期间受疫情影响带来的文娱需求再次的爆发，也有望显著提升板块的景气度。而今年不同与去年，

“宅经济 2.0”在游戏和互联网视频有望继续景气的前提下，线下娱乐也有望在“就地过年”和“娱乐场所合理管控”下呈现爆发的态势。建议重点关注：三七互娱，完美世界，万达电影。

### 风险提示：

- 1) 国内疫情反复的风险；
- 2) 手游行业增速放缓的风险；
- 3) 电影票房不及市场预期的风险。

## 分析师与研究助理简介

**姚天航**，传媒行业高级研究员，中南大学本硕。三年传媒上市公司经验，曾任职于东兴证券、申港证券，2020年加入华安证券研究所。

**郑磊**，传媒行业高级研究员，英国萨里大学银行与金融专业硕士。三年买方传媒行业研究经验，两年传媒上市公司内容战略和投资经验，2020年加入华安证券研究所。

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安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。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因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，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深300指数。