

游戏行业：短视频买量渠道崛起，游戏研发商乘势而上

2021年02月04日

看好/维持

传媒

行业报告

分析师	石伟晶 电话：021-25102907 邮箱：shi_wj@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480518080001
研究助理	辛迪 电话：010-66554013 邮箱：xindi@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480119070074

投资摘要：

手游买量新渠道崛起利好非腾讯系研发商。2018年至今，手游行业最大变化在于腾讯市占率下滑，字节系尤其是抖音的崛起削弱了腾讯游戏原有的渠道优势。根据艾瑞和 AppGrowing 数据，2020年抖音广告收入超过1000亿元，其中游戏行业是抖音平台重点广告主行业，投放金额约占35%。2020年快手8.0新版本释放平台流量广告变现潜力，2021年快手磁力引擎或将成为游戏公司新的头部买量渠道，再度利好非腾讯系游戏公司。

手游联运渠道地位下降，分成比例或下调。近几年短视频平台崛起，更多游戏公司选择买量获取用户，安卓应用商店渠道地位下降，但现状下的联运渠道分成比例（50%）依旧高于苹果渠道（30%），具备不合理性。我们认为，华为、小米等应用商店，作为手游联运渠道，其话语权下降将是趋势。在此趋势下，如果联运渠道分成比例由50%降为30%，根据我们测算，则约150亿元收入由联运渠道转向研发商，剩下200多亿元的渠道分成也将逐渐转向买量渠道。TAPTAP作为手游渠道新势力，显著受益。作为手游渠道商，TAPTAP平台并不收取游戏渠道分成，盈利模式主要为游戏公司在平台推广曝光支付的广告费。

优质手游可长线运营，游戏企业营收稳定性增强。从手游产品商业化价值看，近几年手游行业呈现两点特征：1)精品爆款手游的运营周期的持续提高；2)付费用户的付费意愿和付费能力持续提升。单款手游的运营周期的延长以及用户游戏支出的增长均有助于提升游戏公司营收的稳定性，避免产品周期造成的波动。网易和吉比特具有较好的代表性。

付费模式迭代与品类创新是手游产品的底层驱动力。近几年国内手游付费模式创新达到新的高度，手游付费系统新的趋势则是赋予外观更多内涵需求，由变强向变美转变；另一种趋势则是复杂化购买路径。品类创新方面，近几年国内二次元手游已经壮大为重要细分市场；原有MMO/ARPG/MOBA/回合制/FPS/SLG等大品类持续的微创新也驱动行业不断向上发展。在品类和付费模式拓展方面，网易游戏极具有代表性。除了网易游戏，国内米哈游、叠纸网络、莉莉丝、雷霆游戏、青瓷网络、鹰角网络、椰岛游戏等多家中小游戏厂商抓住品类创新机会，乘势崛起。

投资策略：近几年短视频成为游戏厂商买量新渠道，除了抖音，2021年快手有望跻身头部买量渠道。目前字节系和快手系的总时长占比移动互联网大盘超过24%，并仍处于上升趋势之中。因此，腾讯在国内手游市场的渠道优势将持续被削弱，市占率较难回到过去水平，对非腾讯系游戏公司是重要利好。买量新渠道的崛起也打击了国内安卓应用商店等联运渠道的地位，游戏厂商有望获得更大的分成比例。在此趋势下，具有产品创新能力的中小游戏企业具有做大机会，持续强烈推荐腾讯控股、网易、吉比特。

1) 腾讯控股：腾讯游戏在国内手游市场占有率仍超过50%，其核心竞争力在于凭借微信和QQ社交平台建立了强势的发行体系，并通过投资游戏研发商巩固优势。

2) 网易：公司在品类和付费模式拓展具有代表性。2021年，公司手游核心产品基本盘稳固，新项目储备丰富。

3) 吉比特：公司长线运营能力突出，《问道》基本盘稳固，多品类新游戏进入排期+旗下雷霆游戏平台在部部分品类具有丰富的运营能力。

风险提示：(1)宏观经济增速不及预期；(2)疫情发展对线上/下娱乐影响；(3)文化监管政策趋严；(4)手游买量竞争加剧等。

目 录

1. 手游买量新渠道崛起利好非腾讯系研发商	3
2. 手游联运渠道地位下降，分成比例或下调	4
3. 优质手游可长线运营，游戏企业营收稳定性增强	6
4. 付费模式迭代与品类创新是手游产品的底层驱动力	8
5. 投资策略.....	12
6. 风险提示.....	12
相关报告汇总.....	13

插图目录

图 1: 2015Q1-2020Q3 腾讯手游与网易手游市场占有率.....	3
图 2: 2015-2020 各方在移动互联网用户时长占比	3
图 3: 国内代表性移动互联网广告推广联盟	4
图 4: 2017-2021E 快手公司线上营销服务收入及预测.....	4
图 5: 2020 年某月典型手游产品月活用户分布	5
图 6: 2017-2020H1 TAPTAP 平台月活及广告 ARPU	5
图 7: 2017-2019 TAPTAP 平台游戏评测数和帖子数	5
图 8: 2020 年月活前 200 名的重度手游生命周期分布	6
图 9: 2016-2020 腾讯旗下手游付费用户月均付费区间	6
图 10: 网易游戏业务收入情况（亿元）	6
图 11: 2020 年 11 月 IOS 平台网易流水排名前 10 的手游流水及其占比.....	7
图 12: 2016-2020 年前三季度吉比特营业收入及增速.....	7
图 13: 国内游戏付费模式迭代演进	8
图 14: 2016 年-2020 年国内二次元手游市场及手游市场大盘占比	9
图 15: SLG 品类手游相互关系	9
图 16: 2020 年网易在营手游主要商业化手段分布	10
图 17: 截至 2020 年底网易上线手游产品玩法分类	10
图 18: 近几年国内成长型游戏企业及代表作品	11

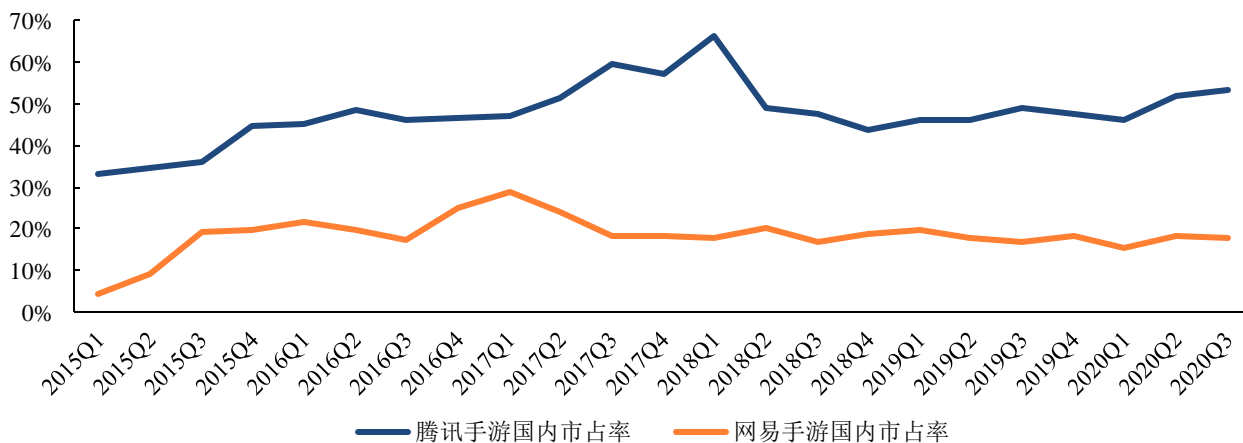
表格目录

表 1: 2020 年至今腾讯手游自研代理上线产品线.....	10
表 2: 2020 年至今网易手游自研上线产品线.....	11

1. 手游买量新渠道崛起利好非腾讯系研发商

2018 年至今，手游行业最大变化在于腾讯市占率下滑。2015Q1-2018Q1，腾讯手游国内市占率由 33% 提升至 67%，加上网易手游，两者合计市占率最高超过 80%；2018Q2，国内游戏版号停摆导致腾讯手游市占率迅速下滑至 49%；2019Q1 国内游戏版号重启，但腾讯手游国内市占率并未迅速提升至过去水平。

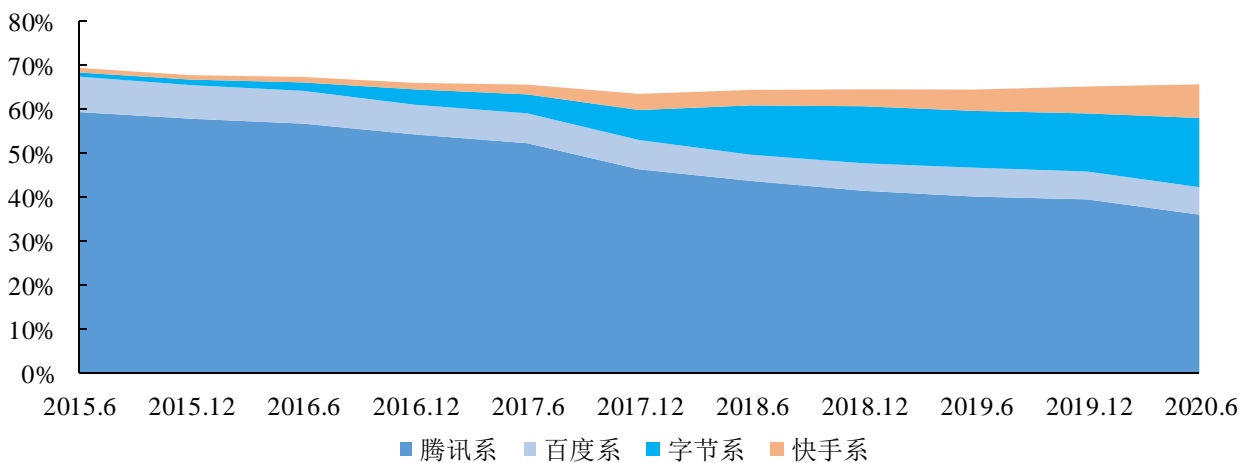
图 1：2015Q1-2020Q3 腾讯手游与网易手游市场占有率



资料来源：腾讯年报，网易年报，伽马数据，东兴证券研究所

腾讯手游市占率下滑核心原因是流量端字节系崛起。根据 Questmobile 测算，2018 年初至 2020 年 6 月，腾讯系产品在移动互联网用户时长占比由 46% 下降至 36%；字节系从 7% 增至 16%；快手系从 4% 增至 8%。2018 年之前，短视频平台流量黑洞效应尚不明显，游戏研发商择优的做法是将其游戏产品交由腾讯代理，凭借腾讯流量优势，双方实现共赢；随着短视频平台的崛起，游戏公司可以选择在短视频平台买量并独立发行，从而获得更高收益。根据艾瑞和 AppGrowing 数据，2020 年抖音广告收入超过 1000 亿元，其中游戏行业是抖音平台重点广告主，投放金额约占 35%。可见，字节系尤其是抖音的崛起削弱了腾讯游戏原有的渠道优势。

图 2：2015-2020 各方在移动互联网用户时长占比



资料来源：Questmobile，东兴证券研究所

2021 年第二大短视频平台快手或跻身头部买量渠道，再度利好非腾讯系游戏公司。根据各推广引擎旗下流量规模，头部渠道为腾讯广告和字节旗下巨量引擎，两者旗下均有多个超级移动互联网 App；第二梯队买量渠道包括百度营销、阿里汇川、快手磁力引擎等。2020 年，快手 8.0 新版本中新增短视频单列上下滑模式，释放平台流量的广告变现潜力。我们预计，2021 年快手平台广告收入将达到 400 亿元，公司旗下磁力引擎将成为游戏公司头部买量渠道。

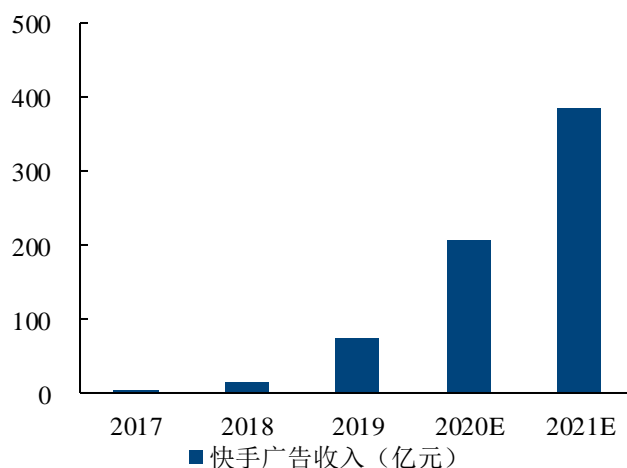
截至 2020 年 6 月，字节系和快手系的用户总时长占比移动互联网大盘的 24%，考虑到短视频仍处于上升趋势之中，中期维度用户规模和时长仍有一定提升空间。所以，我们认为，抖音快手等短视频平台作为游戏公司新的买量渠道，具有持续性，腾讯在国内手游市场的渠道优势被削弱，市占率较难回到过去水平。

图 3：国内代表性移动互联网广告推广联盟



资料来源：DataEye，公司官网，东兴证券研究所资料整理

图 4：2017-2021E 快手公司线上营销服务收入及预测



资料来源：快手招股书，东兴证券研究所

2. 手游联运渠道地位下降，分成比例或下调

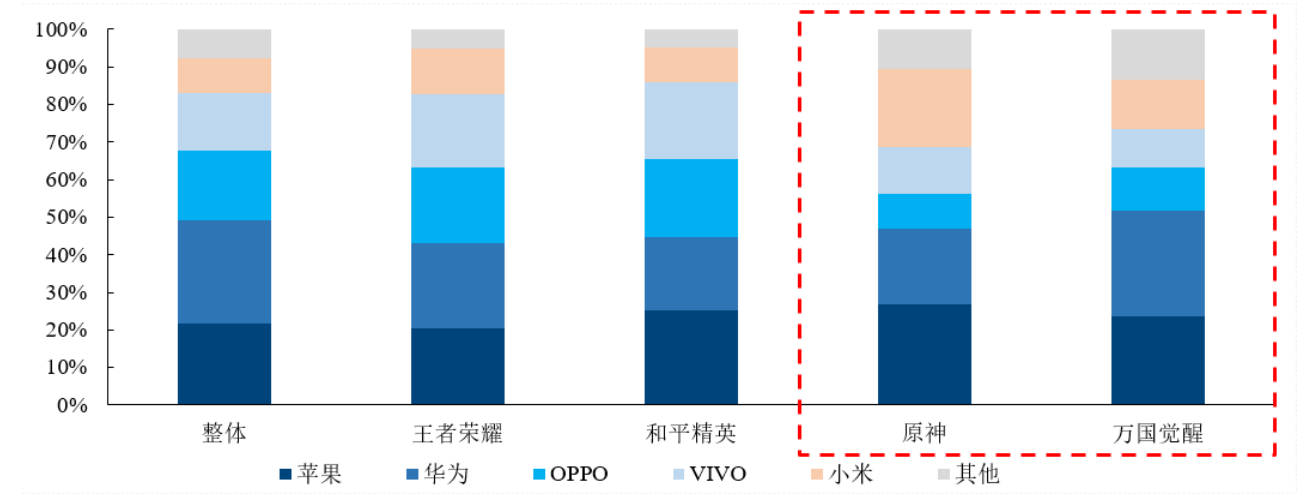
2020 年 9 月，《万国觉醒》和《原神》仅上线苹果商店、TapTap 以及游戏官网等，由于分成比例分歧并未上线主流安卓手机应用商店；2021 年 1 月 1 日，华为游戏中心与腾讯游戏同样因为分成比例分歧，短暂将腾讯游戏从其应用商店下架。类似事件表明手游研发商对安卓联运渠道原有 5:5 分成规定的不满已经放到明面。

国内安卓应用商店话语权下降是不可避免的趋势。主要源于：1) 近几年短视频平台崛起，更多游戏公司选择买量获取用户；2) 安卓应用商店等联运渠道分成比例（50%）高于苹果渠道（30%）；3) 从《万国觉醒》和《原神》产品月活用户分布看，虽然产品没有上线主流联运渠道，但对产品的用户数量及流水影响较小。

在此趋势下，如果联运渠道分成比例由 50% 降为 30%，根据我们测算，则约 150 亿元收入由联运渠道转向研发商，剩下 200 多亿元的渠道分成也将逐渐转向买量渠道。（计算依据：1) 2020 年国内手游市场约 2100 亿；2) 苹果渠道贡献手游收入 20%-30%；3) 安卓渠道中，假设手游收入来自手机应用商店和超级 APP 联运渠道和其他渠道（买量渠道、官网等）的比例为 1:1。）

(注：一般而言，国内手游研发商与苹果手机应用商店分成比例为 7:3；手游研发商与安卓联运渠道分成比例为 5:5)

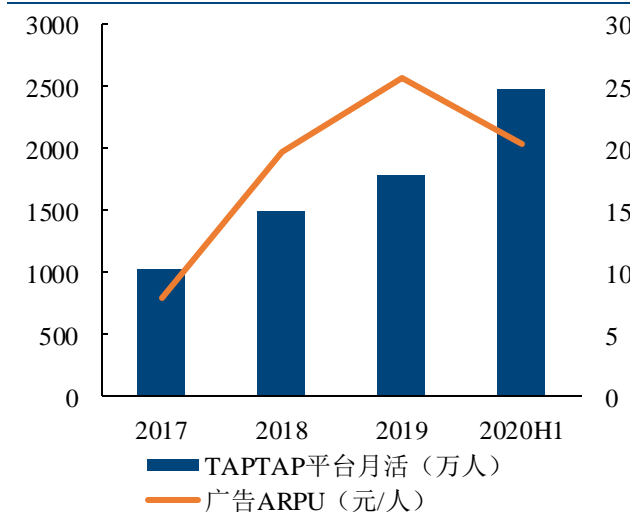
图 5：2020 年某月典型手游产品月活用户分布



资料来源：Questmobile，东兴证券研究所

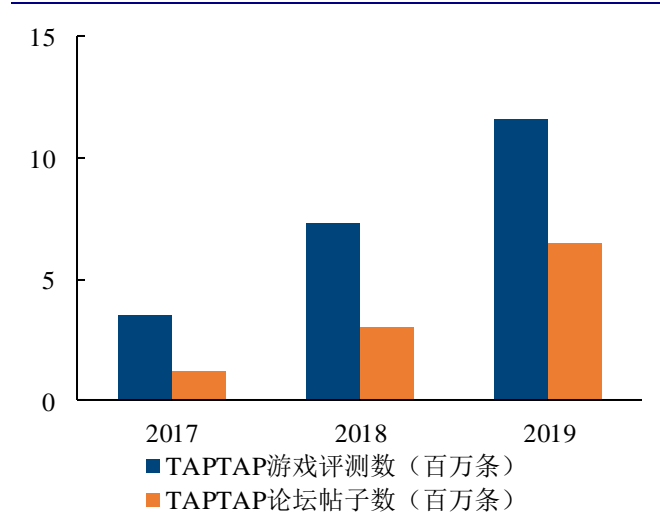
在此趋势下，TAPTAP 作为手游渠道新势力，显著受益。TAPTAP 作为新兴游戏渠道，优势在于游戏公司能从平台中获取玩家对自家游戏产品的试玩反馈，有助于游戏公司发现游戏问题并优化。TAPTAP 平台并不收取游戏渠道分成，盈利模式主要为游戏公司在平台推广曝光支付的广告费。TAPTAP 的商业模式是对联运渠道分成模式的颠覆，并且平台通过广告模式变现，由于推广转化率高，广告变现天花板非常高。

图 6：2017-2020H1 TAPTAP 平台月活及广告 ARPU



资料来源：心动公司年报，东兴证券研究所

图 7：2017-2019 TAPTAP 平台游戏评测数和帖子数

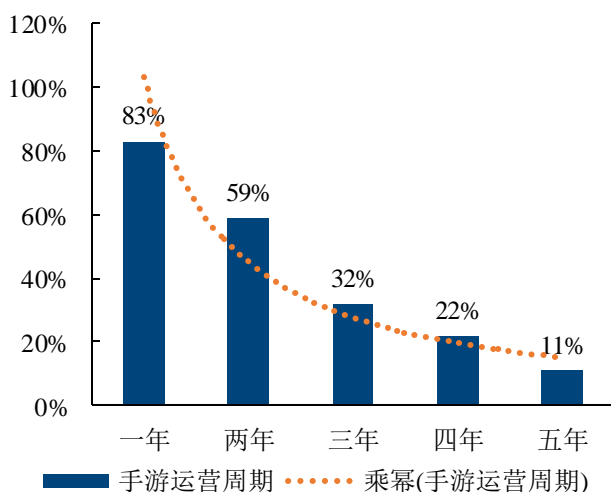


资料来源：心动公司年报，东兴证券研究所

3. 优质手游可长线运营，游戏企业营收稳定性增强

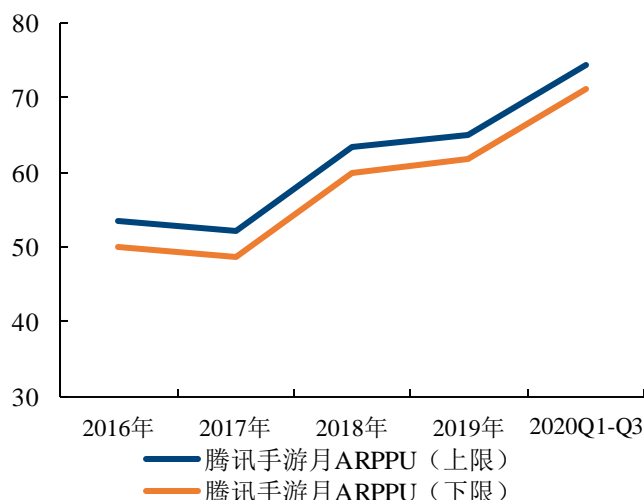
从单款手游商业化价值看，近几年手游呈现两点特征：1) 精品爆款手游的运营周期持续提高，对 2020 年月活前 200 的重度手游运营周期统计，22%的手游产品超过 4 年，11%的手游产品超过 5 年。2) 付费用户的付费意愿和付费能力持续提升。根据腾讯财报披露，公司旗下自研或代理手游的单用户贡献收入逐年提升，2020 年前三季度腾讯手游 ARPPU 为 71-74 元/月。

图 8：2020 年月活前 200 名的重度手游生命周期分布



资料来源：Questmobile, 东兴证券研究所

图 9：2016-2020 腾讯旗下手游付费用户月均付费区间

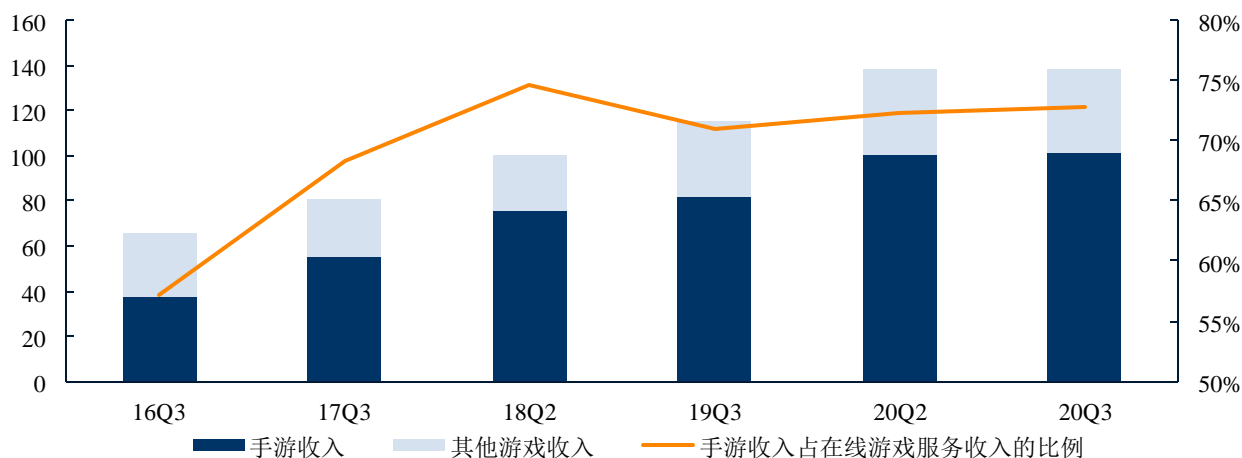


资料来源：腾讯公司年报, 东兴证券研究所

单款手游的运营周期的延长以及用户游戏支出的增长均有助于提升游戏公司营收的稳定性，避免产品周期造成的波动。网易和吉比特具有较好的代表性。

(1) 作为国内游戏龙头之一。网易游戏收入保持稳健增长。2020 年 Q3，网易在线游戏服务收入为 138.62 亿元，同比增长 27.5%；其中手游收入为 100.8 亿元，同比增长 23.1%；电脑端游收入 37.82 亿元，同比增长 13.1%。

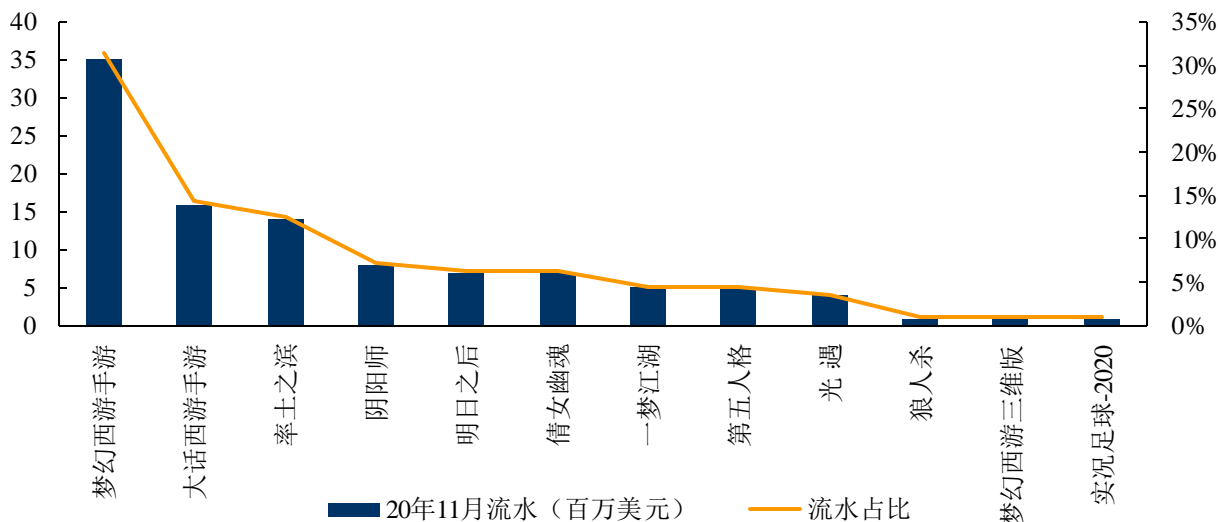
图 10：网易游戏业务收入情况（亿元）



资料来源：公司公告, 东兴证券研究所

成熟手游产品驱动网易手游收入增长。根据 Sensor Tower 统计，2020 年 11 月，网易手游流水前 10（含并列）的游戏贡献了超过 90% 的手游流水，其中 2015 年上线的两款手游《梦幻西游》和《大话西游》依旧占据了网易流水榜的前两位，两者流水合计约占网易手游流水的 40%-50%；2020 年网易上线约 11 款手游，其中仅《实况足球》进入手游流水前十名。可以看到，在没有爆款的年份，网易凭借过去上线的手游产品，通过更新版本及加强推广，依旧能实现营收的稳定增长。

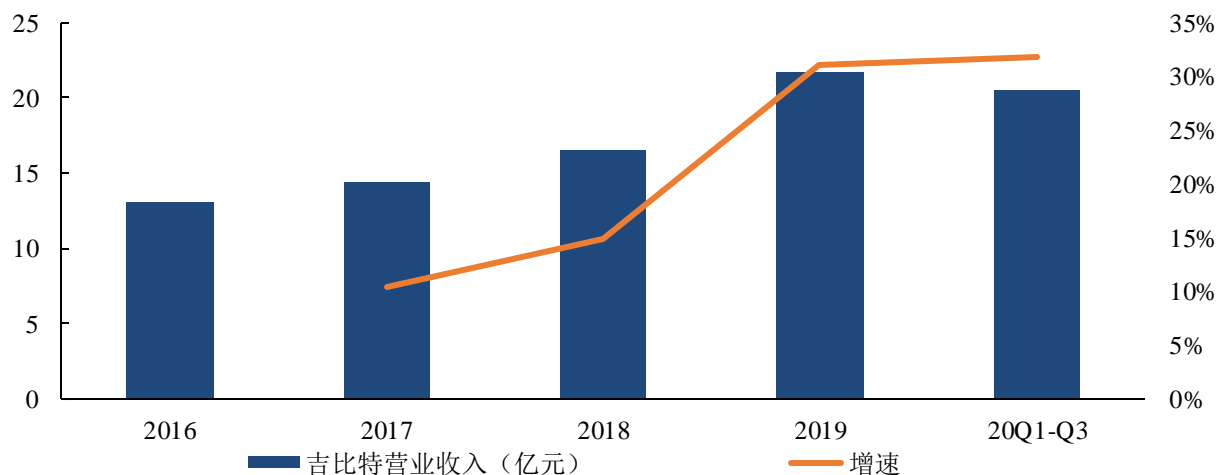
图 11：2020 年 11 月 IOS 平台网易流水排名前 10 的手游流水及其占比



资料来源：Sensor Tower，东兴证券研究所

(2) 同样的，吉比特成熟产品《问道手游》长线运营出色，持续为公司贡献主要营收。《问道手游》上线超过 4 年，截至 2020 年 6 月底，《问道手游》累计注册用户数量超过 4300 万；2020 年 1-6 月，《问道手游》在 App Store 游戏畅销榜平均排名为第 23 名，最高至该榜单第 6 名。2020 年上半年，吉比特公司实现营业收入 14.09 亿元，同比增长 32%，其中《问道手游》是营收增长的主要原因。

图 12：2016-2020 年前三季度吉比特营业收入及增速

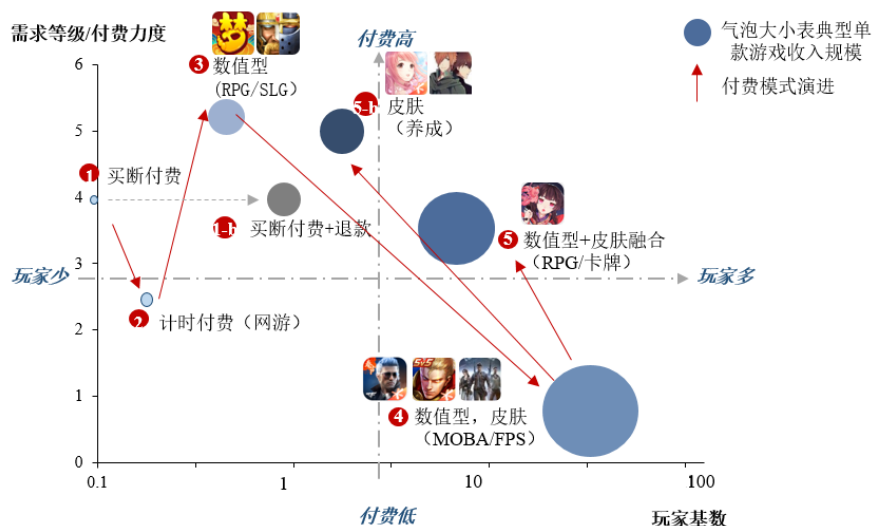


资料来源：吉比特年报，东兴证券研究所

4. 付费模式迭代与品类创新是手游产品的底层驱动力

近几年国内手游付费模式创新达到新的高度。过去国内免费手游付费系统一般为两种，一种是付费变强的战斗力数值系统，付费群体相对较少但人均付费金额较高，常见于 MMO 和 SLG 类游戏；另一种则是在不影响竞技对战公平性基础上售卖皮肤/道具等，常见于用户基础庞大的 MOBA 和 FPS 类游戏。近几年手游付费系统新的趋势是赋予外观更多内涵需求，由变强向变美转变，外观则由皮肤和道具拓展至表情、姿势/动作等；另一种趋势则是复杂化购买路径，拓展至抽卡/开箱/转盘/集碎片/订阅式付费（Battle Pass 模式），延后满足用户购买欲望。创新的付费模式依旧遵循“游戏流水=玩家基础*付费转化率*付费额”这一公式，新付费模式跑通的背后则是游戏公司满足用户更多的付费需求。

图 13：国内游戏付费模式迭代演进

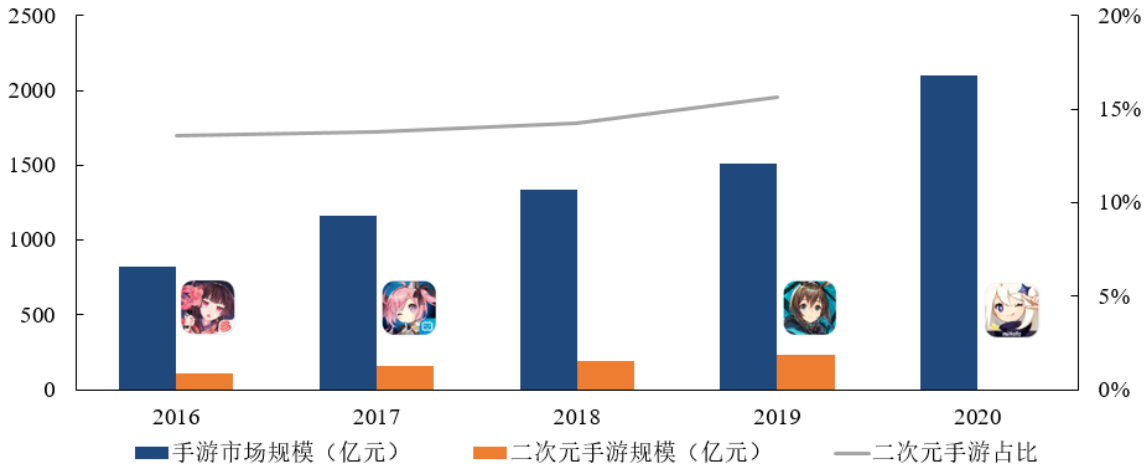


资料来源：知乎 Denzel 博主，东兴证券研究所资料整理

近几年国内二次元手游已经壮大为重要细分市场。根据伽马数据统计，2019 年国内二次元手游市场规模为 236 亿元，占手游市场的比例达到 15.6%。2020 年 9 月 28 日，二次元手游《原神》上线，据 SensorTower 数据显示，截止 2020 年底《原神》在全球移动端（不含安卓第三方渠道）的总收入接近 40 亿元人民币，考虑 PC 端和国内安卓渠道，三个月流水或接近 100 亿元。《原神》的成功大幅提升二次元品类的营收天花板，验证二次元不再是小体量的游戏赛道。

（注：国内的二次元群体类似日本“御宅族”，对游戏、动画、漫画等作品极为喜爱，国内的二次元手游的突出特点则是“以美少女角色塑造为核心”，例如《崩坏 3》《阴阳师》《碧蓝航线》《明日方舟》《原神》等。）

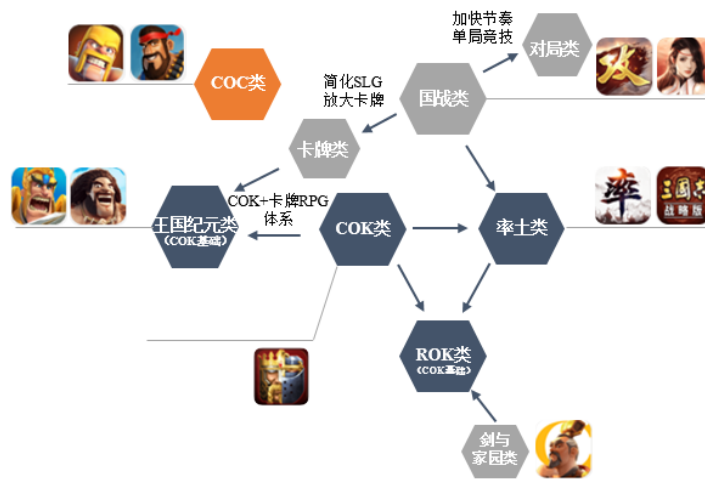
图 14：2016 年-2020 年国内二次元手游市场及手游市场大盘占比



资料来源：游戏工委，东兴证券研究所

除了二次元等创新品类外，原有 **MMO/ARPG/MOBA/回合制/FPS/SLG** 等大品类持续的微创新也驱动行业不断向上发展。以 SLG 品类为例，国内战争模拟手游根据是否有沙盘以及沙盘特点可以分为三类：1) 坐标沙盘，以《战争游戏：火力时代》《列王的纷争》为基础，微创新延伸出《王国纪元》《万国觉醒》《率土之滨》等新品；2) 据点沙盘，以《三十六计》国战类为基础，衍生出卡牌类、对局类等；3) 《部落冲突》《海岛奇兵》等为一类。

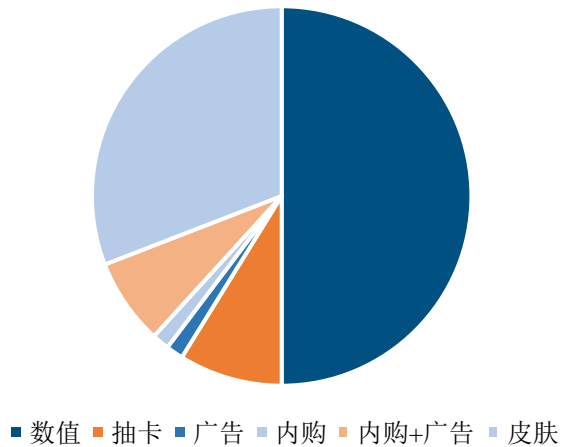
图 15：SLG 品类手游相互关系



资料来源：冰川网络，东兴证券研究所资料整理

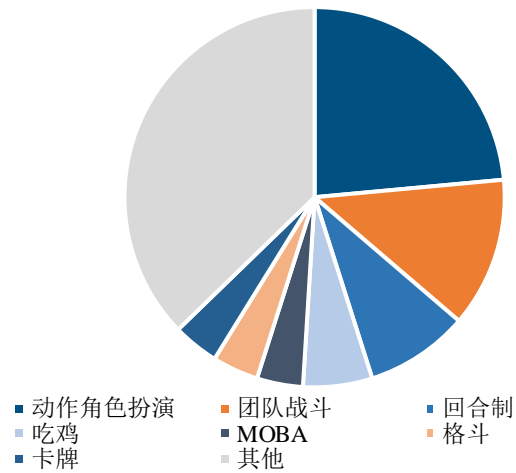
在品类和付费模式拓展方面，网易游戏极具有代表性。付费模式方面，根据对网易在营约 70 款手游统计，付费模式为数值型的手游仍为主力，超过 30 款，而付费模式为皮肤与抽卡手游数量超过 20 款；品类方面，网易依旧以动作类 RPG、团队战斗类 RPG 和 MMORPG 为主，还拥有吃鸡、MOBA、格斗、SLG 等 26 种其他品类。目前网易手游收入不再过度依赖 MMORPG 类手游。在网易手游收入构成中，率土之滨 (SLG)、阴阳师 (卡牌类) 和第五人格 (大逃杀类) 等多类型的手游也贡献了极为可观的流水。

图 16：2020 年网易在营手游主要商业化手段分布



资料来源：Questmobile，东兴证券研究所

图 17：截至 2020 年底网易上线手游产品玩法分类



资料来源：腾讯公司年报，东兴证券研究所

从新品类角度，以网易游戏为参照，腾讯游戏与其已经拉下较大差距。根据 2020 年至今腾讯手游自研代理上线产品线，腾讯主要产品依旧以传统 MMO、传奇、奇迹、三国策略以及端游 IP 为主，新品类型数量较少。可以看到，腾讯游戏潜在的问题在于精力仍集中于较为赚钱的成熟品类，对新品类等细分赛道的反应过慢，以二次元为例，腾讯二次元手游仍停留在漫改、少女等层次。

（注：腾讯游戏在国内手游市场占有率仍超过 50%，其核心竞争力在于凭借微信和 QQ 社交平台建立了强势的发行体系，并通过投资游戏研发商巩固优势。2020 年至今，腾讯手游上线产品中自研 7 款，代理 10 款，对外投资游戏公司约 30 家。）

表 1：2020 年至今腾讯手游自研代理上线产品线

腾讯手游	公测时间	标签
天涯明月刀（自研）	2020-10-14	武侠 MMO
新轩辕传奇（自研）	2020-11-24	玄幻 MMO
秦时明月世界（自研）	2020-12-18	武侠 MMO
龙之谷 2	2020-7-10	Q 版 MMO
剑侠情缘 2：剑歌行	2020-8-4	国风武侠 MMO
蓝月传奇 2	2021-1-12	传奇 MMO
全民奇迹 2	2021-4-1	奇迹 MMO
梦想新大陆	2021-1-19	回合制 RPG
鸿图之下	2020-10-30	战争策略
征服与霸业	2021-6-20	战争策略
街霸：对决	2020-11-17	街霸 IP 格斗
使命召唤手游（自研）	2020-12-31	大 IP 射击
战歌竞技场（自研）	2020-5-27	自走棋
一人之下（自研）	2020-6-11	国漫格斗

妖怪名单之前世今生

2020-9-22

漫改 IP 塔防

资料来源：App Annie，东兴证券研究所

网易游戏除了坚守原有的 MMO 优势，以二次元为新品代表，其产品对二次元群体的覆盖已经非常细分，包括软萌、乙女、拟人、漫改、剧情、养成、卡牌、射击等细分品类。2020 年至今网易手游自研上线产品线中，仅有两款产品为 MMO 类型，其余 10 款均为细分新兴品类。

表2：2020 年至今网易手游自研上线产品线

网易手游	公测时间	标签
海岛纪元	2020-4-30	卡通冒险 MMO
天谕	2021-1-8	幻想 MMO
实况足球-2021	2020-1-1	体育
实况球会经理	2020-6-29	体育
重装上阵	2020-1-3	机甲
风云岛行动	2020-3-1	吃鸡
猎手之王	2020-7-9	吃鸡
战三国八阵奇谋	2021-1-15	自走棋
阴阳师：妖怪屋	2020-9-17	二次元软萌养成
时空中的绘旅人	2020-10-23	二次元乙女剧情
黑潮之上	2020-11-20	二次元少女卡牌
幻书启世录	2020-12-10	二次元拟人养成

资料来源：App Annie，东兴证券研究所

除了网易游戏，国内多家中小游戏厂商抓住品类创新机会，乘势崛起。其中，米哈游、鹰角网络产品主要专注二次元品类；叠纸网络专注于女性化手游；莉莉丝、青瓷网络则通过成熟品类微创新并成功打造爆款；雷霆游戏在 Roguelike 游戏发行方面优势显著；椰岛游戏推出古风模拟经营类手游《江南百景图》则很有创新性。

图 18：近几年国内成长型游戏企业及代表作品

公司	产品			公司	产品
米哈游	 崩坏学园2 (2014)	 崩坏3 (2016)	 原神 (2020)	鹰角网络	 明日方舟 (2019)
莉莉丝	 小冰冰传奇 (2014)	 剑与家园 (2017)	 剑与远征 (2020)	椰岛游戏	 江南百景图 (2020)
叠纸网络	 奇迹暖暖 (2015)	 恋与制作人 (2017)	 闪耀暖暖 (2019)	青瓷网络	 最强蜗牛 (2020)
吉比特&雷霆游戏	 魔渊之刃 (2020)	 不巧之旅 (2020)	 像素危城 (2021)		 一念逍遥 (2021)

资料来源：冰川网络，东兴证券研究所资料整理

5. 投资策略

近几年短视频成为游戏厂商买量新渠道，除了抖音，2021年快手有望跻身头部买量渠道。目前字节系和快手系的用户总时长占比移动互联网大盘超过24%，并仍处于上升趋势之中。因此，腾讯在国内手游市场的渠道优势将持续被削弱，市占率较难回到过去水平，对非腾讯系游戏公司是重要利好。买量新渠道的崛起也打击了国内安卓应用商店等联运渠道的地位，游戏厂商有望获得更大的分成比例。在此趋势下，具有产品创新能力的中小游戏企业具有做大机会，持续强烈推荐腾讯控股、网易、吉比特。

- 1) 腾讯控股：腾讯游戏在国内手游市场占有率仍超过50%，其核心竞争力在于凭借微信和QQ社交平台建立了强势的发行体系，并通过投资游戏研发商巩固优势。
- 2) 网易：公司在品类和付费模式拓展具有代表性。2021年，公司手游核心产品基本盘稳固，新项目储备丰富。
- 3) 吉比特：公司长线运营能力突出，《问道》基本盘稳固，多品类新游戏进入排期+旗下雷霆游戏平台在部分品类具有丰富的运营能力。

6. 风险提示

- (1) 宏观经济增速不及预期；
- (2) 疫情发展对线上/下娱乐影响；
- (3) 文化监管政策趋严；
- (4) 手游买量竞争加剧等。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司深度报告	传媒系列报告之 20-快手科技：格局确立，电商冲锋	2021-01-21
公司深度报告	优质内容主导长短视频格局变化，商业化创新提升互联网平台价值-2021 年传媒行业年度策略报告	2020-12-23
公司深度报告	传媒系列报告之 19-快手科技：社交筑垒，百亿冲锋	2020-12-19
公司深度报告	传媒系列报告之 18-分众传媒：新模式，新估值	2020-10-29
公司深度报告	传媒系列报告之 17-芒果超媒如何进化？	2020-10-20
行业深度报告	传媒系列报告之 16-金融科技行业报告：蚂蚁集团支付业务三个维度领先腾讯财付通	2020-09-14
公司普通报告	中国出版（601949）：出版主营经营稳健，下半年预计持续向好	2020-08-31
公司普通报告	掌阅科技（603533）：丰富应用产品业态，开拓多元变现模式	2020-08-30
公司普通报告	分众传媒（002027.SZ）：楼宇媒体业务迅速恢复，危机处理能力值得高估值	2020-08-23
公司普通报告	吉比特（603444.SH）：《问道》成压舱石，新品开花结果	2020-08-18
行业深度报告	传媒系列报告之 15-短视频行业报告：视频号为何能迅速突破“快抖”封锁	2020-08-25
公司深度报告	传媒系列报告之 14-字节跳动：征途是星辰大海，坚守全球化愿景	2020-08-07
公司深度报告	传媒系列报告之 13-中国出版：百年商务印书馆价值几何	2020-07-27
公司深度报告	传媒系列报告之 12-爱奇艺：中国奈飞，盈利不难	2020-07-20
公司深度报告	传媒系列报告之 11-掌阅科技：卡位长音频赛道，稀缺性助推估值	2020-07-02
公司深度报告	传媒系列报告之 10-腾讯控股（0700.HK）：微信生态孕育庞大广告市场	2020-06-17
公司深度报告	传媒系列报告之 9- 网易游戏：520 产品发布会展现年轻化战略	2020-06-03
行业深度报告	传媒系列报告之 8-网红经济商业模式合集：模式创新驱动 MCN 提升变现规模与效率	2020-05-26
公司深度报告	传媒系列报告之 7-分众传媒（002027）：主营走出最难时刻，竞争格局压制估值	2020-05-17
行业深度报告	传媒系列报告之 6-网红经济：渐具马太效应，平台占据优势	2020-05-10
行业深度报告	传媒系列报告之 5-出版产业：互联网催生新业态，新业态带来新活力	2020-05-08
公司深度报告	传媒系列报告之 4-掌阅科技：精细化运营内容与流量，打造第二增长曲线	2020-04-25
行业深度报告	传媒系列报告之 3-中国云游戏商业模式在哪里	2020-02-21
公司深度报告	传媒系列报告之 2-光线传媒（300251）：艺术科技结合体，估值对标皮克斯	2019-12-13
行业深度报告	传媒系列报告之 1-电视游戏行业深度报告：旧娱乐，新风尚，大市场	2019-11-26

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

石伟晶

传媒行业高级分析师，上海交通大学工学硕士。5年证券从业经验，2018年加入东兴证券研究所。2019年新浪金麒麟传媒行业新锐分析师。对网络游戏、长短视频、网文、互联网广告等行业有深入研究。重点覆盖：腾讯控股、网易、字节跳动、快手科技、爱奇艺、芒果超媒、分众传媒、光线传媒、吉比特、掌阅科技。

研究助理简介

辛迪

中央财经大学经济统计学硕士，本科毕业于中央财经大学金融数学专业，2019年加入东兴证券研究所。主要研究领域为长视频、户外媒体、移动阅读。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，也可能为这些公司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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526