

证券研究报告—深度报告

传媒

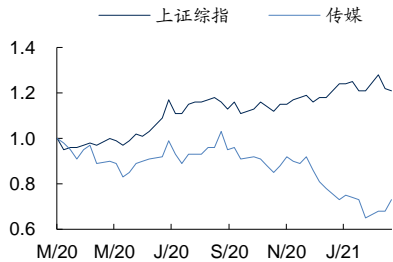
传媒互联网年报业绩前瞻暨 3 月投资策略

中性

(调低评级)

2021 年 03 月 11 日

一年该行业与上证综指走势比较



行业投资策略

关注估值底部的游戏板块及超跌龙头

相关研究报告:

《二次元手游的黄金年代：新世代，新游戏，新消费》——2021-03-10
《国信证券-哔哩哔哩-BILI.O-个股快评：高质量内容抢占流量高地，2023 年 MAUs 目标 4 亿》——2021-02-26
《传媒互联网 2 月投资策略：春节档票房预售表现良好，关注港股 SaaS 及游戏板块》——2021-02-11
《哔哩哔哩 (BILI.O)：旧时代的陨落和新世代的崛起》——2021-01-26
《传媒互联网 1 月投资策略：关注春节档票房表现，把握线上娱乐领域机会》——2021-01-25

证券分析师：张衡

电话：021-60875160
E-MAIL: zhangheng2@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号：S0980517060002

证券分析师：高博文

电话：
E-MAIL: gaobowen@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号：S0980520030004

证券分析师：夏妍

电话：021-60933162
E-MAIL: xiayan2@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号：S0980520030003

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，其结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明

2 月传媒板块跑输整体市场表现，中小市值超跌个股涨幅居前

2 月份传媒（中信指数）板块延续了前期趋势，整月下跌 3.23%，跑输沪深 300 指数 0.28 个百分点，在中信一级 30 个行业中，传媒板块排名第 24 位。个股表现上当代东方、长城动漫、众应互联、中国出版、华谊嘉信等超跌中小市值公司涨幅居前；芒果超媒、电魂网络、完美世界、三七互娱等机构重仓标的跌幅显著。

年报前瞻：亏损规模整体收窄，影视受损显著

截至 3 月 1 日，CS 传媒板块中中有 98 家公司披露了 2020 年年度业绩预告。其中 50 家公司业绩预增、48 家公司业绩预减。整体来看，受部分公司计提大额资产损失影响，98 家预告公司整体利润处于亏损状态（219-87 亿元），但相比 2019 年上述公司合计 324 亿元的亏损规模显著收窄。细分板块上来看，游戏板块景气度及业绩表现最好，2020 年发布业绩预告的公司共计实现归母净利润 69.3 亿元（按照预告中值计算）；受疫情影响，影视板块受损显著，发布业绩预告的公司全年预计亏损 172 亿元（中值计算），贡献了全行业大部分亏损规模。

游戏板块估值回归，长期增长无虞

经历持续调整之后，游戏板块估值性价比显著提升。当前 A 股游戏龙头公司估值不到 20X，而从中长期角度，游戏行业增长确定性高，优质研发商产业链地位稳固，具备良好的中长期配置机会，建议配置具备长期成长能力且估值处于底部的行业龙头。

关注低估值的游戏板块及超跌龙头

1) 游戏行业在经历调整之后，估值处于低位且具备较好的成长性，推荐三七互娱、吉比特、掌趣科技、中手游、祖龙娱乐等标的；2) 把握非理性调整中的行业龙头买入机会，视频推荐芒果超媒、bilibili 及快手科技；SaaS 推荐中国有赞、微盟集团；IP 消费推荐泡泡马特、阅文集团。3) 关注线下娱乐复苏进程，推荐电影（光线传媒、万达电影）、电视剧（华策影视）、电梯广告（分众传媒）；4) 中长期从新生态、新科技落地角度，推荐 IP 运营（阅文推荐掌阅科技、阅文集团；出版中信出版；图片推荐视觉中国；动漫推荐奥飞娱乐）、云游戏（顺网科技）等方向；5) 国信传媒 3 月投资组合为芒果超媒、分众传媒、三七互娱。

风险提示：业绩风险，商誉风险，政策风险等。

重点公司盈利预测及投资评级

| 公司代码 | 公司名称 | 投资评级 | 昨收盘 (元) | 总市值 (百万元) | EPS | | PE | |
|--------|------|------|---------|-----------|-------|-------|-------|-------|
| | | | | | 2020E | 2021E | 2020E | 2021E |
| 300413 | 芒果超媒 | 买入 | 61.10 | 1071.97 | 1.10 | 1.31 | 55 | 47 |
| 002555 | 三七互娱 | 买入 | 31.31 | 665.80 | 1.36 | 1.50 | 23 | 21 |
| 002027 | 分众传媒 | 买入 | 10.10 | 1557.32 | 0.15 | 0.38 | 67 | 27 |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

内容目录

| | |
|-----------------------------------|----|
| 市场行情回顾：2月跑输市场表现，中小市值超跌个股涨幅居前..... | 4 |
| 年报前瞻：影视受损显著，亏损规模整体收窄..... | 5 |
| 长期成长无虞，关注估值底部的游戏板块..... | 8 |
| 投资建议：关注低估值的游戏板块及超跌龙头..... | 11 |
| 国信证券投资评级..... | 13 |
| 分析师承诺..... | 13 |
| 风险提示..... | 13 |
| 证券投资咨询业务的说明..... | 13 |

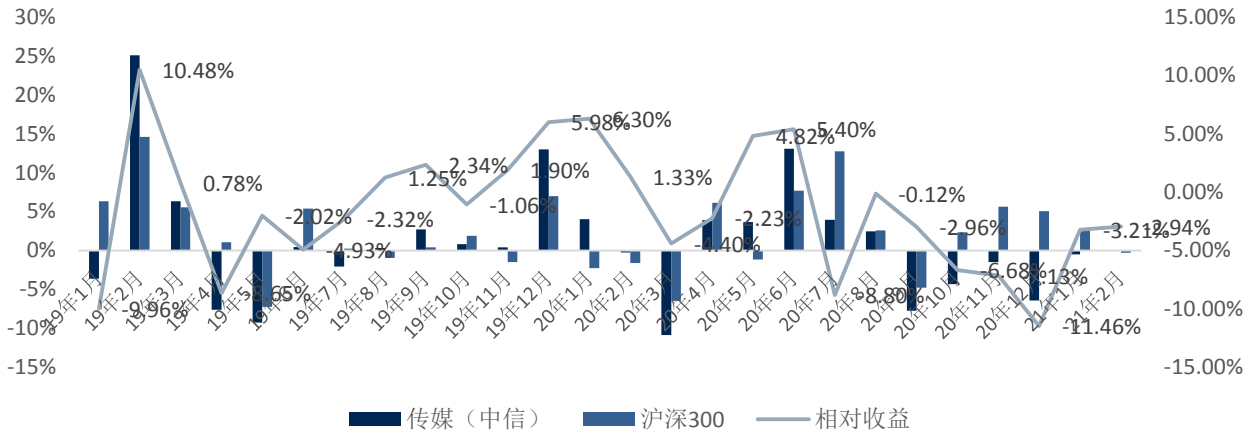
图表目录

| | |
|---------------------------------------|----|
| 图 1: 传媒行业单月相对收益 | 4 |
| 图 2: 2 月传媒行业涨幅(%)排名 | 4 |
| 图 3: 归母净利润及增速 | 5 |
| 图 4: 传媒细分板块利润规模 | 6 |
| 图 5: 影视板块净利润表现较差 | 6 |
| 图 6: 三七互娱 PE forward | 8 |
| 图 7: 完美世界 PE forward | 8 |
| 图 8: 美国游戏行业与 GDP 相关性 | 9 |
| 图 9: 中国游戏行业与 GDP 相关性 | 9 |
| 图 10: 中国自研游戏海外实际销售收入及增速 (单位: 亿) | 9 |
| 图 11: 中国移动游戏逐步攻克海外市场 | 9 |
| 图 12: 同类游戏越具产品力意味着用户量越大 | 10 |
| 图 13: 利润最大化下精品的 ROI 和用户量都更高 | 10 |
| 表 1: 传媒个股涨跌幅 | 5 |
| 表 2: 传媒行业公司业绩增速估计 | 6 |
| 表 3: 移动游戏行业渠道概览 | 10 |
| 表 4: 游戏公司产品储备丰富 | 11 |
| 表 5: 重点推荐标的涨幅 | 11 |
| 表 6: 重点公司估值表 | 12 |

市场行情回顾：2月跑输市场表现，中小市值超跌个股涨幅居前

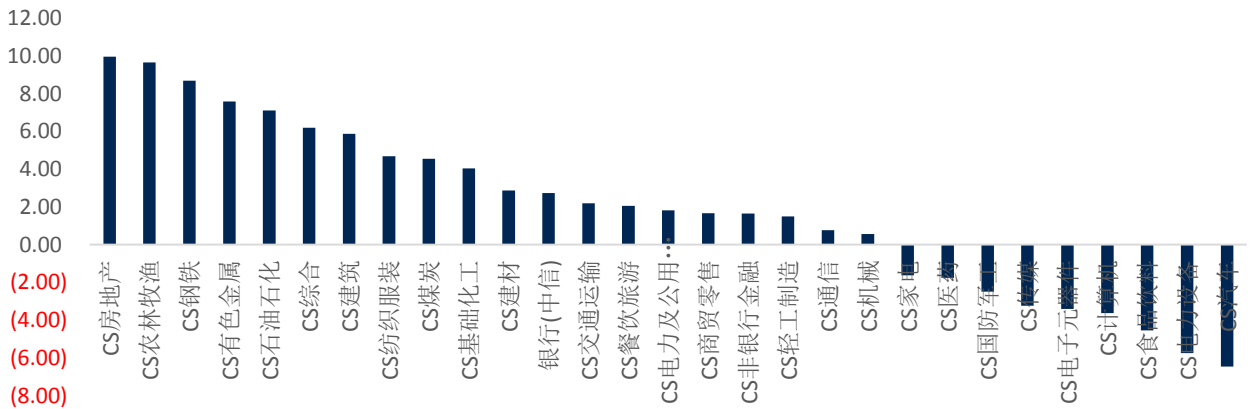
2月份传媒（中信指数）板块延续了前期趋势，整月下跌3.23%，跑输沪深300指数0.28个百分点，在中信一级30个行业中，传媒板块排名第24位。

图 1：传媒行业单月相对收益



资料来源:wind, 国信证券经济研究所整理

图 2：2月传媒行业涨幅(%)排名



资料来源:wind, 国信证券经济研究所整理

个股表现上当代东方、长城动漫、众应互联、中国出版、华谊嘉信等超跌中小市值公司涨幅居前；芒果超媒、电魂网络、完美世界、三七互娱等机构重仓标的跌幅显著。

表 1: 传媒个股涨跌幅

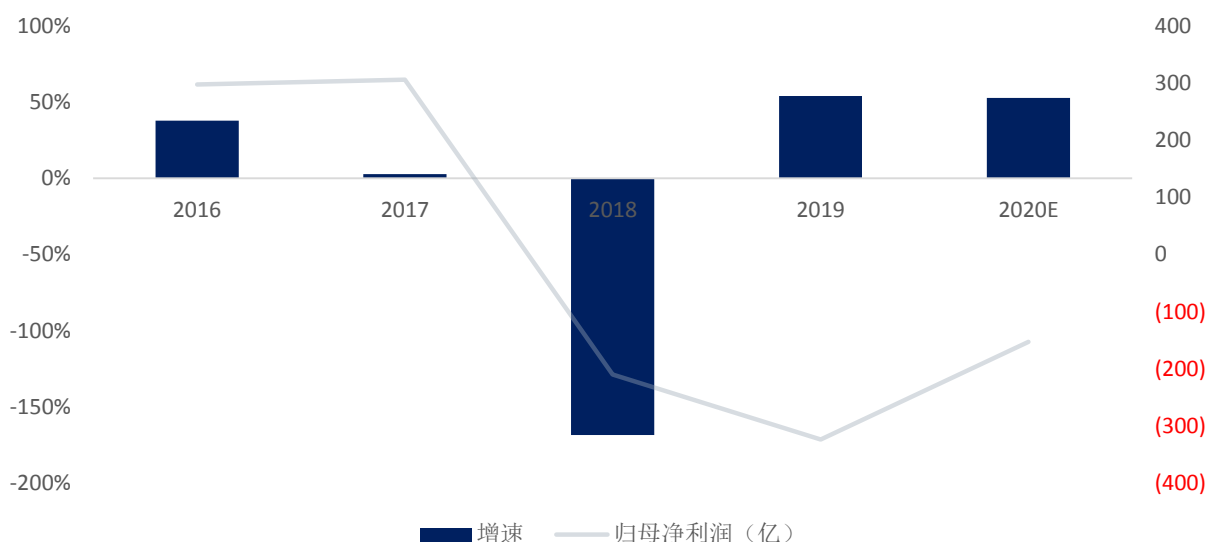
| 12月涨幅排行 | | | | | 12月跌幅排行 | | | | |
|-----------|------|------|------|--------|-----------|------|------|------|---------|
| 代码 | 公司 | 月涨跌幅 | 年涨跌幅 | 市值(亿) | 代码 | 公司 | 月涨跌幅 | 年涨跌幅 | 市值(亿) |
| 000673.SZ | 当代东方 | 46% | 46% | 10.69 | 600576.SH | 祥源文化 | -23% | 8% | 29.05 |
| 000835.SZ | 长城动漫 | 30% | 17% | 4.44 | 300038.SZ | 芒果超媒 | -21% | -20% | 29.65 |
| 002464.SZ | 众应互联 | 26% | -12% | 14.04 | 603258.SH | 电魂网络 | -19% | -5% | 87.07 |
| 601949.SH | 中国出版 | 21% | 27% | 110.81 | 002174.SZ | 游族网络 | -17% | -16% | 118.14 |
| 300071.SZ | 华谊嘉信 | 21% | -3% | 13.43 | 002619.SZ | 艾格拉斯 | -16% | -11% | 33.21 |
| 600892.SH | 世纪华通 | 18% | 32% | 17.68 | 300364.SZ | 中文在线 | -16% | -11% | 60.37 |
| 002445.SZ | ST中南 | 18% | -6% | 39.40 | 300059.SZ | 东方财富 | -14% | -7% | 3031.82 |
| 000892.SZ | 欢瑞世纪 | 18% | 1% | 23.64 | 002624.SZ | 完美世界 | -13% | -15% | 529.22 |
| 002858.SZ | 力盛赛车 | 17% | 38% | 15.15 | 002555.SZ | 三七互娱 | -13% | -2% | 682.68 |
| 601599.SH | 鹿港文化 | 14% | 1% | 21.60 | 603613.SH | 国联股份 | -13% | 4% | 363.30 |

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

年报前瞻: 影视受损显著, 亏损规模整体收窄

截至3月1日, CS传媒板块中中有98家公司披露了2020年年度业绩预告。其中50家公司业绩预增、48家公司业绩预减。整体来看, 受部分公司计提大额资产损失影响, 98家预告公司整体利润处于亏损状态(219-87亿元), 但相比2019年上述公司合计324亿元的亏损规模显著收窄。

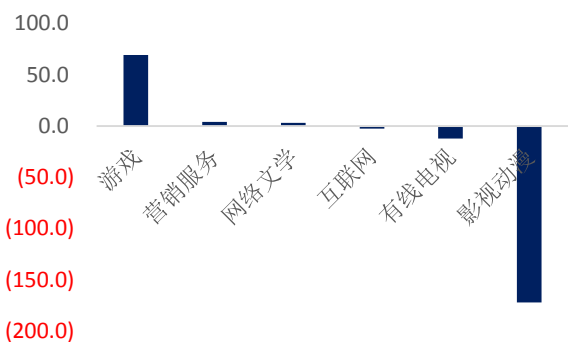
图 3: 归母净利润及增速



资料来源:wind, 国信证券经济研究所整理

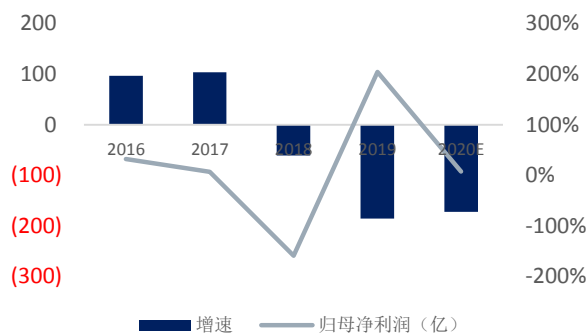
细分板块上来看, 游戏板块景气度及业绩表现最好, 2020年发布业绩预告的公司共计实现归母净利润69.3亿元(按照预告中值计算); 受疫情影响, 影视板块受损显著, 发布业绩预告的公司全年预计亏损172亿元(中值计算), 贡献了全行业大部分亏损规模。

图 4：传媒细分板块利润规模



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 5：影视板块净利润表现较差



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

个股来看：1) 26 家公司预计业绩增速超过 100%，主要分布再营销服务、影视等行业，大部分标的高增长的主要原因为上年亏损后的减亏。2) 49 家公司预计业绩增速在 0%~100%区间，紫天科技、三人行、电魂网络、芒果超媒等表现优异。3) 业绩大幅亏损或者大幅下滑的公司主要集中于影视及营销服务板块，如万达电影、ST 数知、幸福蓝海等，主要原因为资产损失计提（商誉等）。

表 2：传媒行业公司业绩增速估计

| 证券代码 | 证券简称 | 预告净利润上限 (亿元) | 预告净利润下限 (亿元) | 预告净利润同比增长上限% | 预告净利润同比增长下限% | 上年净利润 | 年报日期 |
|-----------|--------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------|------------|
| 002131.SZ | 利欧股份 | 48.30 | 47.30 | 1470% | 1438% | 3.08 | 2021-04-30 |
| 002181.SZ | 粤传媒 | 3.80 | 2.80 | 353% | 234% | 0.84 | 2021-04-29 |
| 300418.SZ | 昆仑万维 | 51.00 | 46.00 | 294% | 255% | 12.95 | 2021-04-26 |
| 600831.SH | 广电网络 | 0.65 | 0.45 | 165% | 145% | (1.00) | 2021-04-23 |
| 603598.SH | 引力传媒 | 1.30 | 1.00 | 162% | 147% | (2.11) | 2021-04-29 |
| 300518.SZ | 盛讯达 | 1.30 | 1.00 | 158% | 144% | (2.26) | 2021-04-28 |
| 000673.SZ | *ST 当代 | 2.25 | 1.73 | 137% | 128% | (6.12) | 2021-03-30 |
| 300133.SZ | 华策影视 | 4.25 | 3.75 | 129% | 126% | (14.67) | 2021-04-26 |
| 300459.SZ | 金科文化 | 8.00 | 7.00 | 129% | 125% | (27.80) | 2021-04-28 |
| 002027.SZ | 分众传媒 | 42.60 | 38.60 | 127% | 106% | 18.75 | 2021-04-23 |
| 002354.SZ | *ST 天娱 | 2.10 | 1.50 | 118% | 113% | (11.98) | 2021-04-29 |
| 002517.SZ | 恺英网络 | 2.30 | 1.60 | 112% | 108% | (18.94) | 2021-04-29 |
| 002247.SZ | *ST 聚力 | 1.80 | 1.40 | 111% | 109% | (15.83) | 2021-04-22 |
| 300364.SZ | 中文在线 | 0.60 | 0.47 | 110% | 108% | (6.03) | 2021-04-23 |
| 002113.SZ | *ST 天润 | 1.80 | 1.20 | 108% | 106% | (21.49) | 2021-04-28 |
| 002445.SZ | *ST 中南 | 1.50 | 1.00 | 108% | 106% | (17.98) | 2021-04-30 |
| 300359.SZ | 全通教育 | 0.58 | 0.50 | 108% | 107% | (7.05) | 2021-04-27 |
| 300299.SZ | 富春股份 | 0.42 | 0.28 | 107% | 105% | (5.61) | 2021-04-16 |
| 603729.SH | 龙韵股份 | 0.04 | 0.03 | 107% | 105% | (0.59) | 2021-04-17 |
| 600892.SH | *ST 大晟 | 0.27 | 0.18 | 105% | 103% | (5.68) | 2021-03-06 |
| 002502.SZ | *ST 鼎龙 | 0.38 | 0.28 | 105% | 103% | (8.39) | 2021-04-28 |
| 600986.SH | 浙文互联 | 1.00 | 0.80 | 104% | 103% | (25.09) | 2021-03-31 |
| 300467.SZ | 迅游科技 | 0.40 | 0.30 | 103% | 103% | (11.86) | 2021-04-28 |
| 600576.SH | 祥源文化 | 0.18 | 0.13 | 102% | 101% | (8.53) | 2021-04-10 |
| 300343.SZ | 联创股份 | 0.30 | 0.20 | 102% | 101% | (14.74) | 2021-04-15 |
| 600242.SH | *ST 中昌 | 0.10 | 0.07 | 101% | 100% | (15.69) | 2021-04-30 |
| 002447.SZ | *ST 晨鑫 | (0.38) | (0.73) | 96% | 93% | (9.99) | 2021-03-20 |
| 300280.SZ | 紫天科技 | 3.30 | 3.10 | 95% | 83% | 1.69 | 2021-04-27 |
| 002464.SZ | 众应互联 | (0.80) | (1.20) | 94% | 91% | (13.48) | 2021-04-15 |
| 002071.SZ | *ST 长城 | (0.90) | (1.00) | 90% | 89% | (9.45) | 2021-04-29 |
| 605168.SH | 三人行 | 3.65 | 3.50 | 89% | 81% | 1.94 | 2021-04-15 |
| 603258.SH | 电魂网络 | 4.28 | 3.68 | 88% | 61% | 2.28 | 2021-04-16 |
| 300182.SZ | 捷成股份 | (3.30) | (4.80) | 86% | 80% | (23.80) | 2021-04-26 |

| | | | | | | | |
|-----------|-------|---------|---------|--------|--------|---------|------------|
| 300269.SZ | 联建光电 | (2.40) | (3.60) | 83% | 74% | (13.81) | 2021-04-26 |
| 300027.SZ | 华谊兄弟 | (7.85) | (9.82) | 80% | 75% | (39.78) | 2021-04-23 |
| 000802.SZ | 北京文化 | (6.40) | (7.90) | 72% | 66% | (23.06) | 2021-04-27 |
| 300051.SZ | 三五互联 | (0.77) | (1.10) | 70% | 57% | (2.57) | 2021-04-23 |
| 603533.SH | 掌阅科技 | 2.74 | 2.55 | 70% | 58% | 1.61 | 2021-04-21 |
| 300413.SZ | 芒果超媒 | 19.63 | | 70% | | 11.56 | 2021-04-26 |
| 000835.SZ | *ST长动 | (1.70) | (2.30) | 58% | 44% | (4.08) | 2021-04-29 |
| 300063.SZ | 天龙集团 | 1.20 | 1.00 | 58% | 31% | 0.76 | 2021-04-24 |
| 300770.SZ | 新媒股份 | 6.13 | 5.34 | 55% | 35% | 3.96 | 2021-04-28 |
| 002878.SZ | 元隆雅图 | 1.70 | 1.50 | 48% | 31% | 1.15 | 2021-04-06 |
| 300031.SZ | 宝通科技 | 4.27 | 3.97 | 40% | 30% | 3.05 | 2021-04-24 |
| 300426.SZ | 唐德影视 | (0.67) | (0.95) | 38% | 11% | (1.07) | 2021-04-26 |
| 000156.SZ | 华数传媒 | 8.60 | 8.60 | 33% | 33% | 6.46 | 2021-04-30 |
| 000892.SZ | 欢瑞世纪 | (4.00) | (4.00) | 27% | 27% | (5.51) | 2021-04-30 |
| 600880.SH | 博瑞传播 | 0.84 | 0.84 | 27% | 27% | 0.66 | 2021-04-29 |
| 300113.SZ | 顺网科技 | 1.02 | 0.85 | 20% | 0% | 0.85 | 2021-04-26 |
| 300058.SZ | 蓝色光标 | 8.00 | 7.20 | 13% | 1% | 7.10 | 2021-04-28 |
| 002624.SZ | 完美世界 | 15.70 | 15.10 | 4% | 0% | 15.03 | 2021-04-27 |
| 002174.SZ | 游族网络 | 2.25 | 1.50 | -12% | -42% | 2.57 | 2021-04-30 |
| 002739.SZ | 万达电影 | (61.50) | (69.50) | -30% | -47% | (47.29) | 2021-04-29 |
| 300336.SZ | 新文化 | (12.50) | (17.50) | -32% | -85% | (9.48) | 2021-04-24 |
| 600158.SH | 中体产业 | 0.60 | 0.50 | -39% | -49% | 0.98 | 2021-04-27 |
| 300533.SZ | 冰川网络 | 0.98 | 0.76 | -39% | -53% | 1.61 | 2021-04-20 |
| 300295.SZ | 三六五网 | 0.60 | 0.40 | -41% | -61% | 1.01 | 2021-04-22 |
| 002137.SZ | 麦达数字 | 0.45 | 0.30 | -48% | -66% | 0.87 | 2021-04-27 |
| 300392.SZ | 腾信股份 | 0.17 | 0.14 | -50% | -59% | 0.34 | 2021-04-28 |
| 300781.SZ | 因赛集团 | 0.26 | 0.19 | -52% | -65% | 0.53 | 2021-04-28 |
| 600037.SH | 歌华有线 | 2.34 | 1.18 | -60% | -80% | 5.82 | 2021-04-30 |
| 002530.SZ | 金财互联 | (11.00) | (14.00) | -62% | -106% | (6.79) | 2021-04-28 |
| 002619.SZ | 艾格拉斯 | (9.25) | (11.31) | -64% | -56% | (25.55) | 2021-04-29 |
| 300251.SZ | 光线传媒 | 3.00 | 2.30 | -68% | -76% | 9.48 | 2021-04-19 |
| 002291.SZ | 星期六 | 0.30 | 0.20 | -80% | -87% | 1.50 | 2021-04-28 |
| 600640.SH | 号百控股 | 0.25 | 0.05 | -82% | -96% | 1.42 | 2021-04-30 |
| 300043.SZ | 星辉娱乐 | 0.42 | 0.28 | -84% | -89% | 2.59 | 2021-04-27 |
| 600977.SH | 中国电影 | (4.65) | (6.75) | -144% | -164% | 10.61 | 2021-04-29 |
| 600652.SH | ST游久 | (0.14) | (0.14) | -181% | -181% | 0.17 | 2021-04-29 |
| 600936.SH | 广西广电 | (1.20) | (1.44) | -209% | -231% | 1.10 | 2021-04-29 |
| 600088.SH | 中视传媒 | (1.10) | (1.10) | -222% | -222% | 0.90 | 2021-04-17 |
| 603721.SH | 中广天择 | (0.24) | (0.24) | -224% | -224% | 0.19 | 2021-04-24 |
| 002343.SZ | 慈文传媒 | (2.05) | (2.65) | -224% | -261% | 1.65 | 2021-04-29 |
| 002858.SZ | 力盛赛车 | (0.35) | (0.55) | -243% | -324% | 0.25 | 2021-04-15 |
| 603103.SH | 横店影视 | (4.50) | (4.90) | -245% | -258% | 3.10 | 2021-03-16 |
| 002599.SZ | 盛通股份 | (3.00) | (3.80) | -312% | -369% | 1.41 | 2021-04-20 |
| 300052.SZ | 中青宝 | (1.10) | (1.50) | -313% | -390% | 0.52 | 2021-04-09 |
| 300612.SZ | 宣亚国际 | (0.26) | (0.34) | -351% | -429% | 0.10 | 2021-04-20 |
| 601595.SH | 上海电影 | (3.80) | (4.56) | -377% | -433% | 1.37 | 2021-04-24 |
| 002292.SZ | 奥飞娱乐 | (4.35) | (4.60) | -462% | -483% | 1.20 | 2021-04-27 |
| 002905.SZ | 金逸影视 | (4.56) | (5.76) | -528% | -640% | 1.07 | 2021-04-17 |
| 000665.SZ | 湖北广电 | (4.50) | (7.00) | -537% | -780% | 1.03 | 2021-04-16 |
| 002400.SZ | 省广集团 | (8.50) | (9.50) | -669% | -736% | 1.49 | 2021-04-28 |
| 002168.SZ | ST惠程 | (9.00) | (11.70) | -767% | -967% | 1.35 | 2021-04-30 |
| 300038.SZ | ST数知 | (60.00) | (75.00) | -1142% | -1402% | 5.76 | 2021-04-24 |
| 000917.SZ | 电广传媒 | (13.00) | (19.00) | -1270% | -1810% | 1.11 | 2021-04-30 |
| 600825.SH | 新华传媒 | (2.80) | (3.00) | -1461% | -1558% | 0.21 | 2021-03-31 |
| 002103.SZ | 广博股份 | (1.80) | (2.40) | -1502% | -1970% | 0.13 | 2021-04-24 |
| 000793.SZ | 华闻集团 | (15.00) | (19.50) | -1534% | -1964% | 1.05 | 2021-04-17 |
| 600136.SH | 当代文体 | (15.50) | (19.50) | -1575% | -1956% | 1.05 | 2021-04-16 |
| 000607.SZ | 华媒控股 | (3.00) | (4.00) | -1687% | -2216% | 0.19 | 2021-04-30 |
| 002699.SZ | 美盛文化 | (7.91) | (9.47) | -2206% | -2620% | 0.38 | 2021-04-27 |
| 002712.SZ | 思美传媒 | (11.00) | (16.00) | -2469% | -3546% | 0.46 | 2021-04-30 |
| 300148.SZ | 天舟文化 | (8.50) | (9.50) | -2818% | -3137% | 0.31 | 2021-04-16 |
| 300242.SZ | 佳云科技 | (3.30) | (4.20) | -3986% | -5045% | 0.08 | 2021-03-16 |

| | | | | | | | |
|-----------|------|---------|---------|---------|---------|------|------------|
| 300071.SZ | 华谊嘉信 | (5.10) | (6.20) | -4477% | -5422% | 0.12 | 2021-04-27 |
| 300528.SZ | 幸福蓝海 | (3.20) | (4.50) | -4969% | -6948% | 0.07 | 2021-04-08 |
| 600715.SH | 文投控股 | (30.00) | (35.00) | -23237% | -27093% | 0.13 | 2021-04-27 |

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

长期成长无虞，关注估值底部的游戏板块

低估值下 A 股游戏公司性价比提升。受到买量等因素阶段性影响，A 股龙头公司估值持续承压。当下 A 股游戏龙头公司估值不到 20X，而从中长期角度，游戏行业增长确定性高，优质研发商产业链地位稳固，是中长期配置的绝佳机会。

A 股游戏龙头公司股价表现较为一致，自 19 年初至 20 年中，受益于版号放开和行业增长，估值和盈利双双回升。20 年中，由于市场对于疫情高基数以及买量成本上升担忧，股价逐步回落。大部分龙头公司 21 年 PE forward 不足 20，PEG 不足 1.0，投资价值凸现。随着一季度过去，高基数担忧过去，Q2 产品线充足以及长期增长确定性支撑游戏板块估值回归。

图 6: 三七互娱 PE forward



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

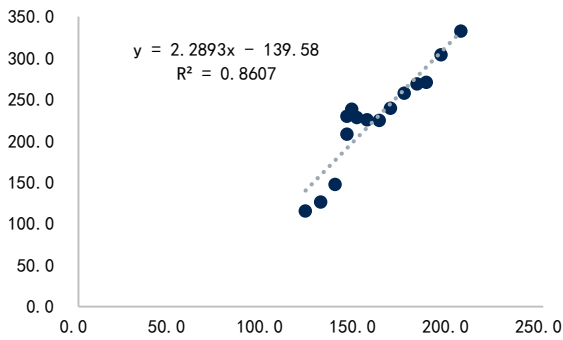
图 7: 完美世界 PE forward



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

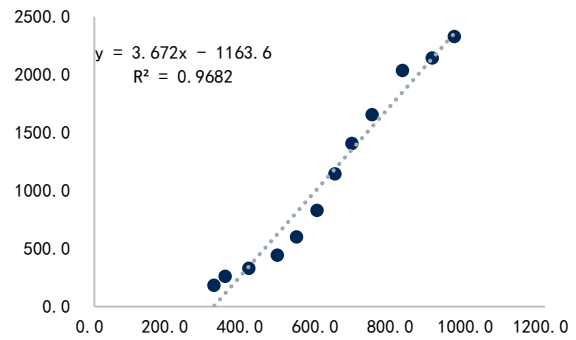
中国是全球最大的游戏市场，也是全球游戏研发收入最多的国家。游戏本质上一类可选消费品，与经济增长保持较强相关度。我们将近 15 年中美游戏行业市场规模和 GDP 数据进行回归分析发现，二者存在着强相关性，即经济增长越快、游戏行业收入随之增长越多。并且中国游戏行业跟随 GDP 增长的弹性更大，长期来看，GDP 每增长 1%，游戏行业收入增长 3.7%。中国作为全球经济增长最快的国家之一（2019 年中国 GDP 增速 6.1% VS 美国 GDP 增速 2.2%），游戏行业随之蓬勃发展。未来增长主要来自于付费率和单用户付费金额的提升，中国与其他发达国家相比差距较大（中国游戏用户 ARPU 值 ¥419 VS 美国游戏用户 ARPU 值 ¥1728）。

图 8: 美国游戏行业与 GDP 相关性



数据来源: 游戏工委、欧睿数据、国信证券经济研究所整理 (X 轴为 GDP, 单位千亿美元; Y 轴为游戏行业收入, 单位十亿美元)

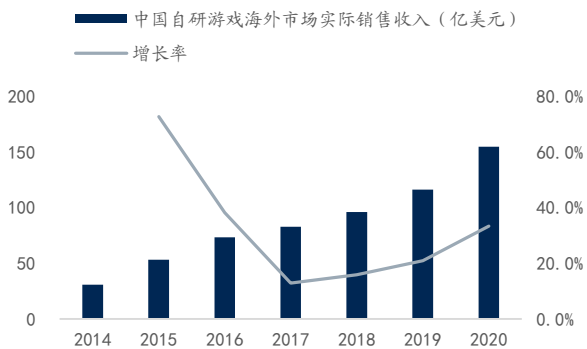
图 9: 中国游戏行业与 GDP 相关性



数据来源: 游戏工委、欧睿数据、国信证券经济研究所整理 (X 轴为 GDP, 单位千亿元人民币; Y 轴为游戏行业收入, 单位亿元人民币)

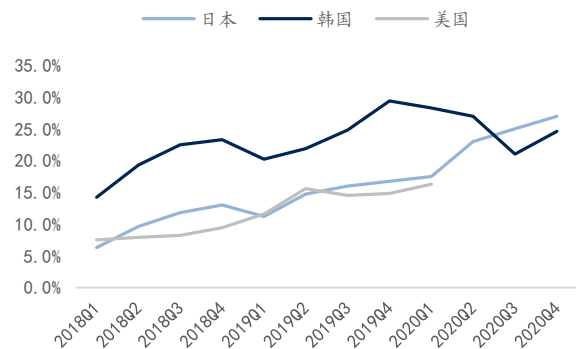
庞大的游戏内需推动中国游戏行业蓬勃发展, 也助力中国制造持续提升。根据伽马数据统计, 2018 年中国游戏行业从业者约 145 万, 本科及以上学历从业者接近 60%, 然而北美视频游戏行业从业者约 4.5 万人 (其中加州约 2.1 万人), 韩国游戏行业从业人员约 8.5 万, 中国游戏行业拥有着市场红利和从业人员红利, 非常有潜力实现从国内反攻海外、从手游反攻端游和主机游戏, 实现“农村包围城市” (相比于主机、端游, 手游拥有更强的盈利能力和更普遍的受众)。事实上, 我们发现这种趋势越来越明显, 出海游戏类型日益多元化、流水体量非常可观以及甚至出现二次元游戏反向输出日韩等发源地的情况。2020 年中国自研游戏海外收入 155 亿美元, 同比增长 33.2%。尤其在移动游戏领域, 从 2017 年上半年至 2020 年上半年中国移动游戏出海市占率从 10% 上升至 21%; 在美日韩等传统游戏强国市场也都取得了翻番的成绩。

图 10: 中国自研游戏海外实际销售收入及增速 (单位: 亿)



数据来源: 游戏工委、国信证券经济研究所整理

图 11: 中国移动游戏逐步攻克海外市场



数据来源: 游戏工委、国信证券经济研究所整理

传统渠道与硬件渠道上线游戏都需要联运 (游戏交给渠道推广), 天下苦于渠道联运久矣, 主要由于: 1) 渠道分成比例高, 安卓渠道联运一般都是 5: 5 分成; 2) 缺乏自主权, 联运直接关系到渠道公司收入, 导致大推氪金游戏, “劣币驱逐良币”、短线运营游戏充斥市场。相比于联运渠道, 买量更为公平、更注重技术、可操控性强, 越来越多的游戏研发厂商选择买量, 买量趋势将进一步延续。

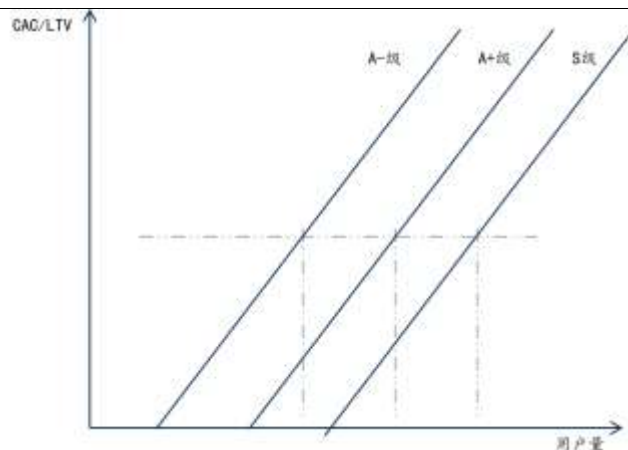
表 3: 移动游戏行业渠道概览

| 阵营 | 总规模合作方式 | 主要渠道 | 渠道分成/成本占比 | CP 方毛利润 评价 | |
|--------|----------|--------|-------------|--------------|-------|
| ios | 700 亿 | 联运 | AppStore | 30% | 最优质渠道 |
| | | 买量 | 字节跳动 | 40-60% | 量大 |
| | 腾讯系 | 量大 | | | |
| | 其他流量 App | - | | | |
| | 安卓 | 400 亿 | 联运 | 华为 | 50% |
| 其他手机厂商 | | | 50% | 10%左右 量小等 | |
| 买量 | | 应用宝 | 50% | 10-25% 量大 | |
| 哔哩哔哩 | | 50% | 20-25% 优质渠道 | | |
| 其他长尾 | | 50% | 10%左右 - | | |
| 其他 | 400 亿 | 字节跳动 | 40-60% | 量大 | |
| | | 腾讯系 | | 10-15% 量大 | |
| | 其他 | taptap | 0% | 50-70% 利润率最高 | |
| | | 官网 | 0% | 60-70% 利润率最高 | |

资料来源: 竞核、国信证券经济研究所整理

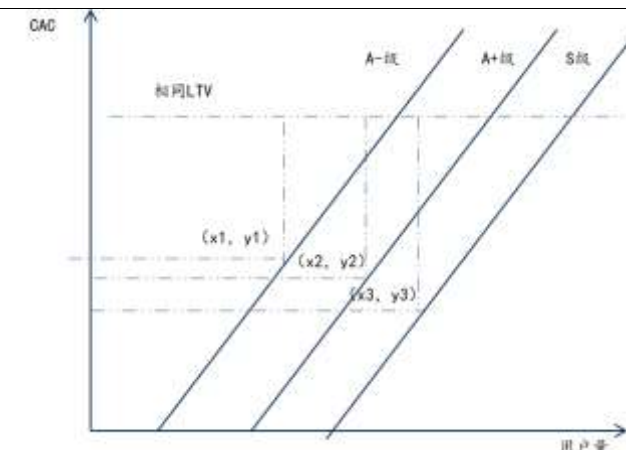
买量不仅放大优质游戏的传播力和盈利, 反过来也增加了对应用商店等渠道的话语权。通常一款游戏买量非常成功的话, 渠道也会认定其收益不错, 会给相对的优质资源帮助其推广。我们也看到了像网易、完美等研发能力强的公司, 近年来以来买量也是卓有成效。

图 12: 同类游戏越具产品力意味着用户量越大



资料来源: 国信证券经济研究所整理 (CAC 即用户获取成本, 这里用 CPA 衡量)

图 13: 利润最大化下精品的 ROI 和用户量都更高



资料来源: 国信证券经济研究所整理 (CAC 即用户获取成本, 这里用 CPA 衡量)

我们认为游戏行业“内容为王”趋势明显, 研发商在产业链话语权加大, 买量模式也扩大优质产品影响力和流水。长期来看, 国内安卓渠道 5: 5 分成有望下降, 研发商将显著受益。

短期来看, 由于 20 年疫情, 出现需求旺盛、供给不足的情况。头部游戏公司不少产品延期, 21 年各大公司产品储备丰富、品类逐步多元化, 有望带来较大业绩弹性。

表 4：游戏公司产品储备丰富

| 游戏公司 | 游戏 | 研发 | 游戏类型 | TapTap 评分 | TapTap 预约 |
|------|----------|----------------------|----------|-----------|-----------|
| 完美世界 | 非常英雄救世奇缘 | Magic Design Studios | 2D 横板动作 | 9.1 | 7 万 |
| | 旧日传说 | 完美世界 | Rogulike | 8.7 | 18 万 |
| | 战争遗迹 | 完美世界 | 角色扮演 | 8.7 | 3 万 |
| | 梦幻新诛仙 | 完美世界 | 角色扮演 | 8.5 | 7 万 |
| | 幻塔 | Hotta Studio | 开放世界 | 8.8 | 56 万 |
| 三七互娱 | 代号修仙 | - | - | - | - |
| | 代号 LD | - | - | - | - |
| 吉比特 | 摩尔庄园 | 淘米网络 | 社区养成 | 9.4 | 120 万 |
| | 复苏的魔女 | 皮克喵工作室 | RPG | 8.6 | 21 万 |
| | 剑开仙门 | 飞鼠 | 修仙互动 | 5.3 | 0.5 万 |
| 世纪华通 | 古墓丽影传说 | SQUARE ENIX | 动作 | - | - |
| | 学园偶像季 | Klab | 养成 | 9.4 | 2 万 |
| | 庆余年 | 盛趣游戏 | MMO | 9 | 4 万 |

资料来源：TapTap、国信证券经济研究所整理

投资建议：关注低估值的游戏板块及超跌龙头

- 1) 游戏行业在经历调整之后，估值处于低位且具备较好的成长性，推荐三七互娱、吉比特、掌趣科技、中手游、祖龙娱乐等标的；
- 2) 把握非理性调整中的行业龙头买入机会，视频推荐芒果超媒、bilibili 及快手科技； SaaS 推荐中国有赞、微盟集团； IP 消费推荐泡泡马特、阅文集团。
- 3) 关注线下娱乐复苏进程，推荐电影（光线传媒、万达电影）、电视剧（华策影视）、电梯广告（分众传媒）、网吧娱乐（顺网科技）；
- 4) 中长期从新生态、新科技落地角度，推荐 IP 运营（阅读推荐掌阅科技、阅文集团；出版中信出版；图片推荐视觉中国；动漫推荐奥飞娱乐）、云游戏（顺网科技）等方向；
- 5) 国信传媒行业 2 月投资组合为芒果超媒、分众传媒、中国有赞、心动公司，除芒果超媒外整体表现良好； 3 月投资组合为芒果超媒、分众传媒、三七互娱。

表 5：重点推荐标的涨幅

| 代码 | 简称 | 股价 | 月涨幅 | 相对沪深 300 涨幅 | 相对行业指数涨幅 |
|-----------|--------|---------|---------|-------------|----------|
| 2400.HK | 心动公司 | 69.00 | 3.99% | 4.28% | 7.22% |
| 300413 | 芒果超媒 | 64.15 | -20.80% | -20.52% | -17.58% |
| 8083.HK | 中国有赞 | 3.32 | -0.90% | -0.61% | 2.33% |
| 002027 | 分众传媒 | 10.95 | 0.83% | 1.11% | 4.05% |
| CI005028 | 传媒(中信) | 2485.05 | -3.23% | -2.94% | |
| 000300.SH | 沪深 300 | 5336.76 | -0.28% | | |

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

表 6: 重点公司估值表

| 公司 代码 | 公司 名称 | 投资 评级 | 昨收盘 (元) | 总市值 (亿元) | EPS | | | PE | | | |
|----------|----------|----------|------------|-------------|--------|--------|--------|--------|------|-------|-------|
| | | | | | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2019 | 2020E | 2021E |
| 1024.HK | 快手-W | 买入 | 272.00 | 11570.15 | (2.99) | (4.73) | -25.37 | (1.93) | (58) | (11) | (141) |
| bili.O | 哔哩哔哩 | 买入 | 107.40 | 377.96 | (1.57) | (3.66) | -8.73 | (5.73) | (29) | (12) | (19) |
| 9992.HK | 泡泡玛特 | 买入 | 61.00 | 882.52 | 0.07 | 0.32 | 0.42 | 0.87 | 190 | 145 | 70 |
| 2400.HK | 心动公司 | 买入 | 54.00 | 248.40 | 0.63 | 0.76 | 0.42 | 0.87 | 71 | 129 | 62 |
| 0302.Hk | 中手游 | 增持 | 2.89 | 67.34 | 0.12 | 0.10 | 0.42 | 0.87 | 29 | 7 | 3 |
| 8083.HK | 中国有赞 | 买入 | 2.53 | 453.94 | (0.03) | (0.03) | (0.02) | (0.01) | (74) | (115) | (263) |
| 0772.HK | 阅文集团 | 买入 | 65.85 | 673.46 | 0.90 | 1.08 | (0.37) | (0.16) | 61 | (176) | (403) |
| 300113 | 顺网科技 | 买入 | 14.50 | 99.63 | 0.46 | 0.12 | 0.33 | 0.45 | 118 | 44 | 32 |
| 300413 | 芒果超媒 | 买入 | 61.10 | 1071.97 | 0.49 | 0.65 | 1.10 | 1.31 | 94 | 55 | 47 |
| 000681 | 视觉中国 | 买入 | 13.77 | 93.88 | 0.00 | 0.31 | 0.46 | 0.40 | 44 | 30 | 35 |
| 002555 | 三七互娱 | 买入 | 31.31 | 665.80 | 0.45 | 0.95 | 1.36 | 1.50 | 33 | 23 | 21 |
| 603444 | 吉比特 | 买入 | 360.00 | 255.08 | 10.06 | 11.26 | 14.49 | 19.27 | 32 | 25 | 19 |
| 300315 | 掌趣科技 | 买入 | 5.63 | 149.46 | (1.14) | 0.13 | 0.33 | 0.42 | 43 | 17 | 13 |
| 600373 | 中文传媒 | 增持 | 10.14 | 133.20 | 1.19 | 1.27 | 1.26 | 1.35 | 8 | 8 | 8 |
| 300770 | 新媒股份 | 买入 | 55.94 | 123.39 | 0.89 | 1.71 | 3.75 | 3.23 | 33 | 15 | 17 |
| 300251 | 光线传媒 | 增持 | 12.58 | 347.05 | 0.47 | 0.32 | 0.35 | 0.36 | 39 | 36 | 35 |
| 002292 | 奥飞娱乐 | 增持 | 5.60 | 72.07 | (1.20) | 0.09 | 0.16 | 0.17 | 63 | 35 | 32 |
| 300133 | 华策影视 | 买入 | 6.12 | 103.06 | 0.12 | (0.84) | 0.31 | 0.36 | (7) | 20 | 17 |
| 002343 | 慈文传媒 | 增持 | 6.01 | 27.55 | (2.30) | 0.35 | (0.05) | 0.46 | 17 | (117) | 13 |
| 300788 | 中信出版 | 增持 | 36.95 | 69.69 | 1.09 | 1.32 | 1.6 | 1.74 | 28 | 23 | 21 |
| 603096 | 新经典 | 增持 | 47.00 | 63.40 | 1.77 | 1.77 | 1.85 | 2.23 | 27 | 25 | 21 |
| 603533 | 掌阅科技 | 增持 | 33.60 | 151.86 | 0.32 | 0.37 | 0.60 | 0.91 | 92 | 56 | 37 |
| 002027 | 分众传媒 | 买入 | 10.10 | 1557.32 | 0.40 | 0.13 | 0.15 | 0.38 | 79 | 67 | 27 |
| 300058 | 蓝色光标 | 增持 | 6.24 | 148.96 | 0.16 | 0.29 | 0.31 | 0.36 | 22 | 20 | 18 |
| 002739 | 万达电影 | 增持 | 18.45 | 408.00 | 0.58 | (2.12) | (0.91) | 0.72 | (9) | (20) | 26 |
| 300027 | 华谊兄弟 | 增持 | 3.86 | 106.17 | (0.42) | (1.43) | (0.10) | 0.17 | (3) | (37) | 23 |
| 002291 | 星期六 | 增持 | 19.02 | 139.87 | 0.01 | 0.20 | 0.04 | 0.82 | 93 | 540 | 23 |

资料来源:wind, 国信证券经济研究所整理, 其中港股公司货币单位为港币、美股为美元

国信证券投资评级

| 类别 | 级别 | 定义 |
|------------|----|-------------------------------------|
| 股票 投资评级 | 买入 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上 |
| | 增持 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间 |
| | 中性 | 预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | 卖出 | 预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上 |
| 行业 投资评级 | 超配 | 预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上 |
| | 中性 | 预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | 低配 | 预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上 |

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032