

证券研究报告—深度报告

传媒

传媒互联网 4 月投资策略

超配

(维持评级)

2021 年 03 月 30 日

一年该行业与上证综指走势比较



相关研究报告:

《国信证券-传媒行业双周报 202103 期: 平台争夺优质研发商, 游戏板块存在重估可能》——2021-03-29
《事件点评: NFT 六问: 重塑流通性和价值重估》——2021-03-29
《传媒互联网年报业绩前瞻暨 3 月投资策略: 关注估值底部的游戏板块及超跌龙头》——2021-03-11
《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

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

行业投资策略

关注业绩表现, 把握超跌买入机会

● 3 月传媒板块跑赢整体市场表现, 中小市值超跌个股涨幅居前

3 月份传媒 (中信指数, 截至 3 月 26 日) 板块延续了前期趋势, 整月下跌 1.61%, 但跑赢沪深 300 指数 3.99 个百分点, 在中信一级 30 个行业中, 传媒板块排名第 12 位, 相比前 2 月改善显著。个股表现上当代东方、焦点科技、*ST 中昌、*ST 聚力、*ST 巴士等超跌中小市值公司涨幅居前; 三七互娱、完美世界、巨人网络、旗天科技、光线传媒等跌幅居前。

● 关注上市公司业绩表现, 把握游戏板块底部机会

1) 从已经披露业绩或者业绩快报的上市公司来看, 粤传媒、昆仑万维、金科文化、分众传媒等公司增速表现良好; 佳云科技、美盛文化、智度股份、横店影视等表现较差; 同时从部分已披露 1 季报预告的公司来看, 营销板块的分众传媒、蓝色光标、智度股份等表现较好, 三七互娱则受制于投入产出错配一季度同比大幅下滑 (-89%-84%);

2) 传媒板块中 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, 贡献了全行业大部分亏损规模。

3) 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处于历史低位, 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。

● 关注业绩表现, 把握超跌买入机会

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 3 月投资组合为芒果超媒、分众传媒、视觉中国、万达电影。

● 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	
					2021E	2022E	2021E	2022E
300413	芒果超媒	买入	58.44	1039.74	1.31	1.45	45	40
000681	视觉中国	买入	14.82	103.20	0.36	0.48	41	31
002027	分众传媒	买入	10.10	1390.00	0.39	0.47	26	21

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

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

内容目录

市场行情回顾：3月跑赢市场表现，中小市值超跌个股涨幅居前.....	4
关注上市公司业绩表现.....	5
字节跳动并购沐瞳科技，关注游戏板块底部机会.....	7
投资建议：关注业绩表现及超跌买入机会.....	10
国信证券投资评级.....	12
分析师承诺.....	12
风险提示.....	12
证券投资咨询业务的说明.....	12

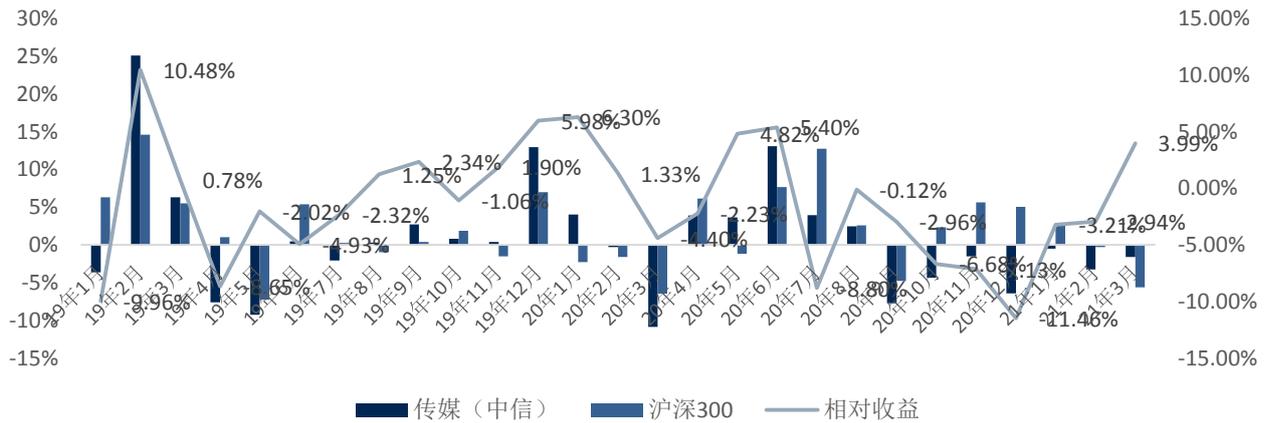
图表目录

图 1: 传媒行业单月相对收益 (截至 3 月 26 日)	4
图 2: 3 月传媒行业涨幅(%)排名	4
图 3: 沐瞳科技《无尽对决》	8
图 4: 三七互娱 PE forward	8
图 5: 完美世界 PE forward	8
图 6: 美国游戏行业与 GDP 相关性	9
图 7: 中国游戏行业与 GDP 相关性	9
图 8: 中国自研游戏海外实际销售收入及增速 (单位: 亿)	9
图 9: 中国移动游戏逐步攻克海外市场	9
表 1: 传媒个股涨跌幅	5
表 2: 部分上市公司 2020 年业绩增速	5
表 3: 传媒行业公司业绩增速估计	6
表 4: 游戏公司产品储备丰富	10
表 5: 重点推荐标的涨幅	10
表 6: 重点公司估值表	11

市场行情回顾：3月跑赢市场表现，中小市值超跌个股涨幅居前

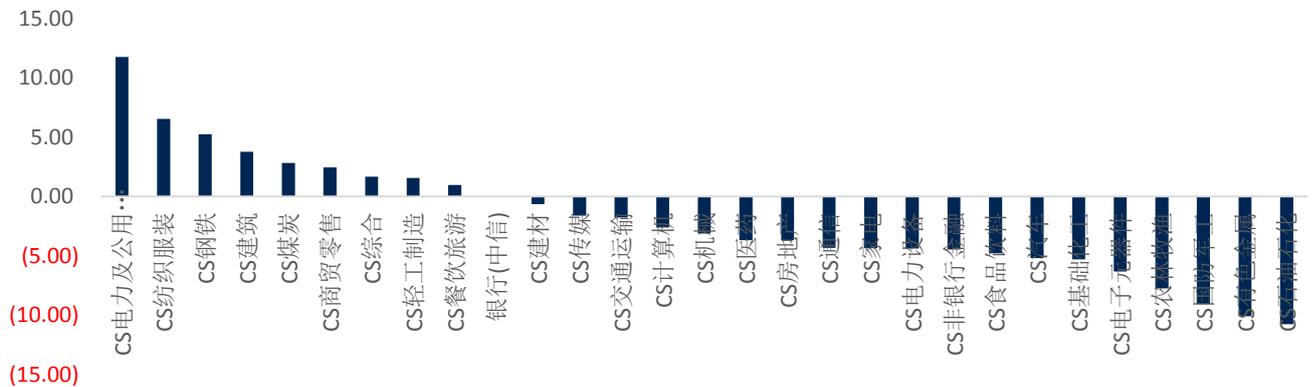
3月份传媒(中信指数,截至3月26日)板块延续了前期趋势,整月下跌1.61%,但跑赢沪深300指数3.99个百分点,在中信一级30个行业中,传媒板块排名第12位,相比前2月改善显著。

图1：传媒行业单月相对收益（截至3月26日）



资料来源:wind, 国信证券经济研究所整理

图2：3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、焦点科技、*ST中昌、*ST聚力、*ST巴士等超跌中小市值公司涨幅居前；三七互娱、完美世界、巨人网络、旗天科技、光线传媒等跌幅居前。

表 1: 传媒个股涨跌幅

3月涨幅排行					3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	*ST 当代	30%	107%	10.69	002071.SZ	长城退	-41%	-72%	2.42
002315.SZ	焦点科技	29%	42%	53.46	300038.SZ	三七互娱	-22%	-29%	29.65
600242.SH	*ST 中昌	29%	24%	10.64	002624.SZ	完美世界	-17%	-34%	529.22
002247.SZ	*ST 聚力	24%	35%	14.89	002558.SZ	巨人网络	-15%	-17%	349.81
002188.SZ	*ST 巴士	23%	17%	6.79	300061.SZ	旗天科技	-14%	-26%	26.59
600576.SH	祥源文化	20%	22%	29.05	601360.SH	三六零	-14%	-12%	1162.55
002602.SZ	世纪华通	20%	6%	462.80	300251.SZ	光线传媒	-13%	-2%	384.30
600892.SH	大晟文化	19%	53%	17.68	300459.SZ	金科文化	-13%	3%	133.25
002174.SZ	游族网络	18%	-4%	118.14	300315.SZ	掌趣科技	-12%	3%	153.32
002878.SZ	元隆雅图	15%	-1%	40.96	300770.SZ	新媒股份	-12%	-28%	152.71

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

关注上市公司业绩表现

上市公司年报及 1 季报业绩披露进入密集期, 从已经披露业绩或者业绩快报的上市公司来看, 粤传媒、昆仑万维、金科文化、分众传媒等公司增速表现良好; 佳云科技、美盛文化、智度股份、横店影视等表现较差; 同时从部分已披露 1 季报预告的公司来看, 营销板块的分众传媒、蓝色光标、智度股份等表现较好, 三七互娱则受制于投入产出错配一季度同比大幅下滑 (-89%-84%)。

表 2: 部分上市公司 2020 年业绩增速

代码	简称	业绩增速	代码	简称	业绩增速
002181.SZ	粤传媒	275%	601801.SH	皖新传媒	11%
300418.SZ	昆仑万维	269%	000719.SZ	中原传媒	11%
300459.SZ	金科文化	126%	600633.SH	浙数文化	2%
002027.SZ	分众传媒	114%	300058.SZ	蓝色光标	1%
600892.SH	大晟文化	104%	601599.SH	鹿港文化	-6%
002447.SZ	*ST 晨鑫	95%	002238.SZ	天威视讯	-7%
300280.SZ	紫天科技	84%	600386.SH	北巴传媒	-22%
300413.SZ	芒果超媒	70%	300533.SZ	冰川网络	-46%
300031.SZ	宝通科技	35%	002530.SZ	金财互联	-83%
002555.SZ	三七互娱	31%	002188.SZ	*ST 巴士	-122%
002315.SZ	焦点科技	15%	603103.SH	横店影视	-260%
603999.SH	读者传媒	15%	000676.SZ	智度股份	-555%
601098.SH	中南传媒	14%	002699.SZ	美盛文化	-2426%
300788.SZ	中信出版	12%	300242.SZ	佳云科技	-4436%

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

同时从业绩预告来看, 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。

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 3: 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

字节跳动并购沐瞳科技，关注游戏板块底部机会

字节跳动并购沐瞳科技，游戏市场依然火热。3月22日沐瞳科技 CEO 袁菁发表全员信，宣布沐瞳科技与字节跳动旗下游戏业务品牌朝夕光年达成战略收购协议。此次并购后，沐瞳科技会保持独立运营，将融合字节跳动在海外的运营经验，共同开拓全球游戏市场。沐瞳科技(英文名 MOONTON)总部位于上海，成立于2014年，致力于海外游戏研发和发行，是海外用户最多的游戏企业之一。其主要业务是 MOBA 类手游《Mobile Legends: Bang Bang》(《无尽对决》)，在全球尤其东南亚地区广受欢迎，且增长迅速。《无尽对决》全球月活跃用户数已超过 9000 万，且全部为海外用户，2019 年沐瞳科技位列 App Annie 中国游戏出海厂商收入排行榜前十。

图 3: 沐瞳科技《无尽对决》

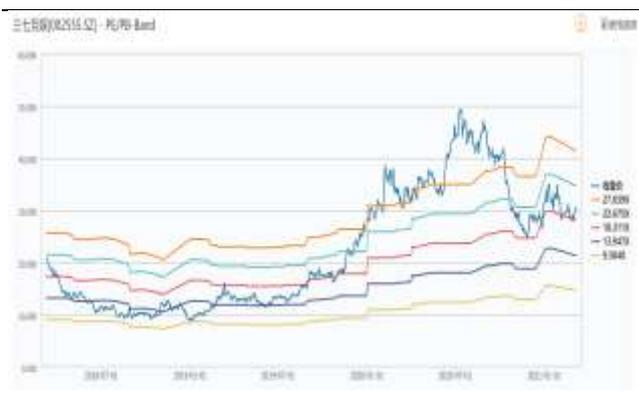


资料来源: 官网, 国信证券经济研究所整理

低估值下 A 股游戏公司性价比提升。受到买量成本上升、市场风格变化等阶段性因素影响,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。

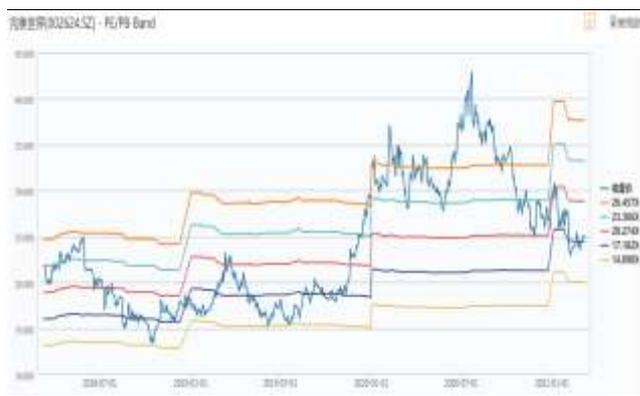
A 股游戏龙头公司股价表现较为一致, 自 19 年初至 20 年中, 受益于版号放开和行业增长, 估值和盈利双双回升。20 年中, 由于市场对于疫情高基数以及买量成本上升担忧, 股价逐步回落。大部分龙头公司 21 年 PE forward 不足 20, PEG 不足 1.0, 投资价值凸现。随着一季度过去, 高基数担忧过去, Q2 产品线充足以及长期增长确定性支撑游戏板块估值回归。

图 4: 三七互娱 PE forward



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 5: 完美世界 PE forward

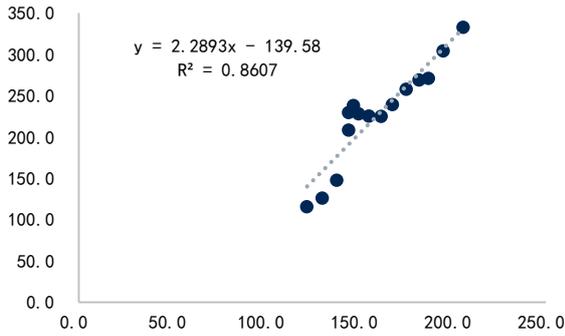


资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

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,

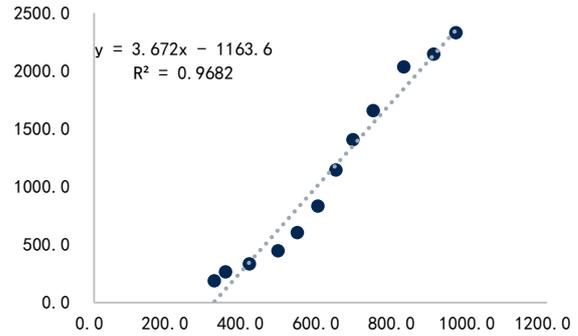
GDP 每增长 1%，游戏行业收入增长 3.7%。中国作为全球经济增长最快的国家之一（2019 年中国 GDP 增速 6.1% VS 美国 GDP 增速 2.2%），游戏行业随之蓬勃发展。未来增长主要来自于付费率和单用户付费金额的提升，中国与其他发达国家相比差距较大（中国游戏用户 ARPU 值 ¥419 VS 美国游戏用户 ARPU 值 ¥1728）。

图 6：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，单位十亿美元；Y 轴为游戏行业收入，单位十亿美元）

图 7：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）

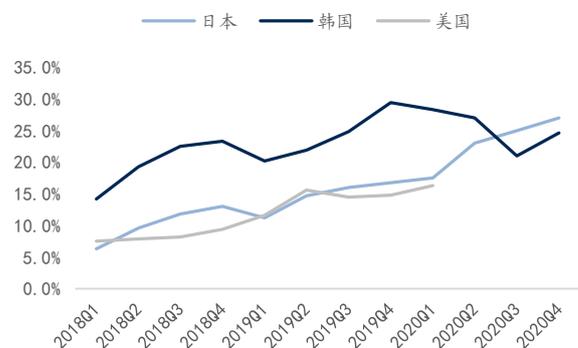
庞大的游戏内需推动中国游戏行业蓬勃发展，也助力中国制造持续提升。根据伽马数据统计，2018 年中国游戏行业从业者约 145 万，本科及以上学历从业者接近 60%，然而北美视频游戏行业从业者约 4.5 万人（其中加州约 2.1 万人），韩国游戏行业从业人员约 8.5 万，中国游戏行业拥有着市场红利和从业人员红利，非常有潜力实现从国内反攻海外、从手游反攻端游和主机游戏，实现“农村包围城市”（相比于主机、端游，手游拥有更强的盈利能力和更普遍的受众）。事实上，我们发现这种趋势越来越明显，出海游戏类型日益多元化、流水体量非常可观以及甚至出现二次元游戏反向输出日韩等源地的情况。2020 年中国自研游戏海外收入 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 8：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 9：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

新品持续推出，有望带动上市公司业绩底部反转。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：关注业绩表现及超跌买入机会

- 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 3 月投资组合为芒果超媒、分众传媒、三七互娱，受市场风格等因素影响整体表现较弱； 4 月投资组合为芒果超媒、分众传媒、视觉中国、万达电影。

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
002555	三七互娱	21.82	-23.37%	-17.78%	-21.77%
300413	芒果超媒	58.44	-8.96%	-3.37%	-7.36%
002027	分众传媒	10.10	-13.52%	-7.92%	-11.91%
CI005028	传媒（中信）	2445.10	-1.61%	3.99%	
000300.SH	沪深 300	5037.99	-5.60%		

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
bili.O	哔哩哔哩	买入	97.08	341.64	(1.45)	(3.39)	-8.73	(5.73)	(29)	(11)	(17)
1024.HK	快手-W	买入	280.00	11645.01	(2.99)	(4.73)	-25.37	(1.93)	(59)	(11)	(145)
9992.HK	泡泡玛特	买入	53.60	751.44	0.07	0.32	0.42	0.87	167	128	62
2400.HK	心动公司	买入	51.50	233.87	0.63	0.76	0.42	0.87	67	123	59
0302.Hk	中手游	增持	2.81	65.48	0.12	0.10	0.42	0.87	28	7	3
8083.HK	中国有赞	买入	2.54	438.40	(0.03)	(0.03)	(0.02)	(0.01)	(74)	(116)	(264)
0772.HK	阅文集团	买入	77.65	788.75	0.90	1.08	(0.37)	(0.16)	72	(208)	(475)
300113	顺网科技	买入	13.44	91.51	0.46	0.12	0.33	0.45	109	41	30
300413	芒果超媒	买入	58.44	1039.74	0.49	0.65	1.10	1.31	90	53	45
000681	视觉中国	买入	14.82	103.20	0.00	0.31	0.46	0.40	47	32	37
002555	三七互娱	买入	21.82	478.39	0.45	0.95	1.36	1.50	23	16	15
603444	吉比特	买入	344.19	247.00	10.06	11.26	14.49	19.46	31	24	18
300315	掌趣科技	买入	5.26	142.29	(1.14)	0.13	0.33	0.42	40	16	13
600373	中文传媒	增持	10.43	139.98	1.19	1.27	1.26	1.35	8	8	8
300770	新媒股份	买入	50.74	113.33	0.89	1.71	3.75	3.23	30	14	16
300251	光线传媒	增持	11.83	348.51	0.47	0.32	0.35	0.36	37	34	33
002292	奥飞娱乐	增持	5.79	76.68	(1.20)	0.09	0.16	0.17	65	36	34
300133	华策影视	买入	6.24	108.50	0.12	(0.84)	0.23	0.29	(7)	27	22
002343	慈文传媒	增持	6.07	28.31	(2.30)	0.35	(0.47)	0.43	18	(13)	14
300788	中信出版	增持	44.27	85.44	1.09	1.32	1.6	1.78	34	28	25
603096	新经典	增持	49.59	69.95	1.77	1.77	1.85	2.23	28	27	22
603533	掌阅科技	增持	34.03	140.89	0.32	0.37	0.60	0.91	93	56	37
002027	分众传媒	买入	10.10	1390.00	0.40	0.13	0.15	0.39	79	67	26
300058	蓝色光标	增持	6.67	162.42	0.16	0.29	0.29	0.35	23	23	19
002739	万达电影	增持	18.50	407.11	0.58	(2.12)	(0.91)	0.72	(9)	(20)	26
002291	星期六	增持	18.30	139.65	0.01	0.20	0.03	0.85	90	546	21

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