

# 游戏估值底部 广告看好电商和短视频

——传媒互联网行业 20 年报及一季报总结



申港证券  
SHENGANG SECURITIES

## 投资摘要:

**游戏：行业景气度维持，估值低位待反弹。**

- ◆ 2020 年，我国游戏用户规模逾 6.6 亿人，中国游戏市场实际销售收入 2787 亿元，同比增长 20.71%。2021Q1，中国游戏市场实际销售收入 770.35 亿元，受到移动游戏实际销售收入增长的拉动，相比 2020 年第一季度增长了 38.32 亿元，同比增长 5%，环比增长 9%。
- ◆ 2020 年，中国移动游戏市场实际销售收入持续上升，贡献收入 2097 亿元，同比增长 33%，占比提高至 75%（2019 年为 68%），是拉动行业增长的主力，由于去年疫情高基数影响，2021Q1 移动游戏实际销售收入达到 588.3 亿元，同比增长 6%，环比增长 9%，持续保持高景气。
- ◆ 2021Q1，客户端游戏市场（占游戏行业整体比重 20%）活跃反弹，终止了自 2018 年开始的负增长，中国客户端游戏市场实际销售收入增长至 150.96 亿元，同比增长 5%，环比增长 12%。相反，网页游戏市场（占游戏行业整体比重 6%）持续被手游市场替代，相关研发和运营厂商快速减少，用户的娱乐需求意愿逐步下降。21Q1 网页游戏市场实际销售收 15.33 亿元，同比下降 26%，环比下降 14%。
- ◆ 行业趋势：头部公司领跑，渠道分成比例冲突仍在。
- ◆ **A 股游戏行业缩影：不及预期估值回落，机会来临。**剔除 ST 和主营不符的公司后，我们筛选了核心 17 家 A 股游戏公司，发现 20 年及 21Q1 营收增长整体不及预期，估值回落明显，前十大市值的公司 2021E 的 P/E 中位数为 15.7X，处历史级别低位，创造底部建筑机会。

**广告：时长中夺机，21Q1 明显复苏。**

- ◆ 2020 年互联网广告维持了 13.85% 的增长态势，实现广告收入 4972 亿元，21Q1 同比增长显著达 54.6%，预计 21 年整体增速恢复到 20%+。
- ◆ 过去十年，互联网整体流量成本上升，短视频作为内容产业的后起者，流量成本仍在洼地。
- ◆ 中国互联网公司广告收入“马太效应”继续加强。2020 年在 26 家的互联网广告收入榜单中，超过百亿广告收入的只有 8 家，贡献了 5638 亿的广告收入，不足百亿广告收入的企业有 18 家，合计贡献了近 500 亿的收入，刚刚超过拼多多一家 2020 年的广告收入。
- ◆ **看好电商和短视频广告。**电商广告是直接缩短销售转化路径，电商广告影响消费者，消费者直接在电商平台促成交易。当前电商行业处于二次爆发期，阿里巴巴、京东、拼多多等具备电商交易平台属性的企业，广告主在投放广告的类型中，会更加注重效果类广告，在预算分配上更倾向 ROI 更高的电商渠道。短视频广告因强势卷入用户注意力，广告投放规模 2020 仍处于三位数高速增长阶段，根据《2020 中国互联网广告数据报告》显示，短视频广告的增幅达到 106%，其中快手进入媒体平台第六位。**投资策略：**把握 A+H 游戏公司低估值机会，同时看好电商和短视频平台广告奠定的业绩基础和上涨空间。

**风险提示：**政策风险，业绩不及预期

评级

增持（首次）

2021 年 05 月 05 日

曹旭特

分析师

SAC 执业证书编号：S1660519040001

方璇

研究助理

fangxuan@shgsec.com

## 行业基本资料

股票家数	172
行业平均市盈率	-233.17
市场平均市盈率	8.34

## 行业表现走势图



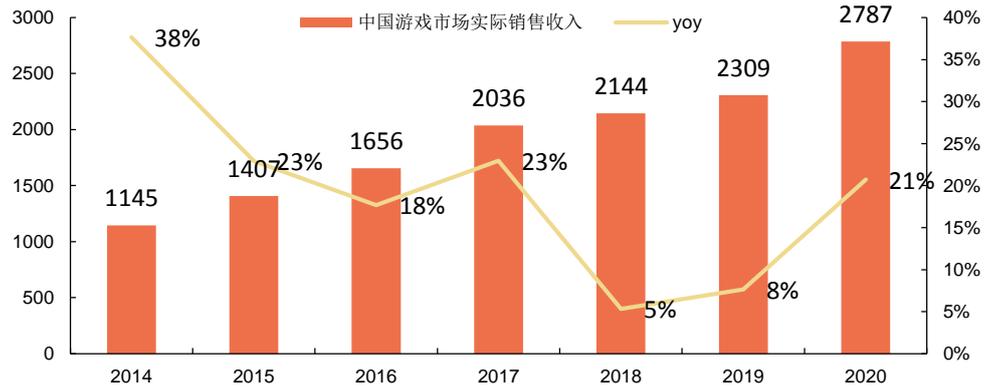
资料来源：申港证券研究所

## 1. 游戏：行业景气度维持，估值低位待反弹

### 1.1 行业规模：20 年整体增速 21%，预计 21 年突破 3000 亿

2020 年，我国游戏用户规模逾 6.6 亿人，中国游戏市场实际销售收入 2787 亿元，同比增长 20.71%。

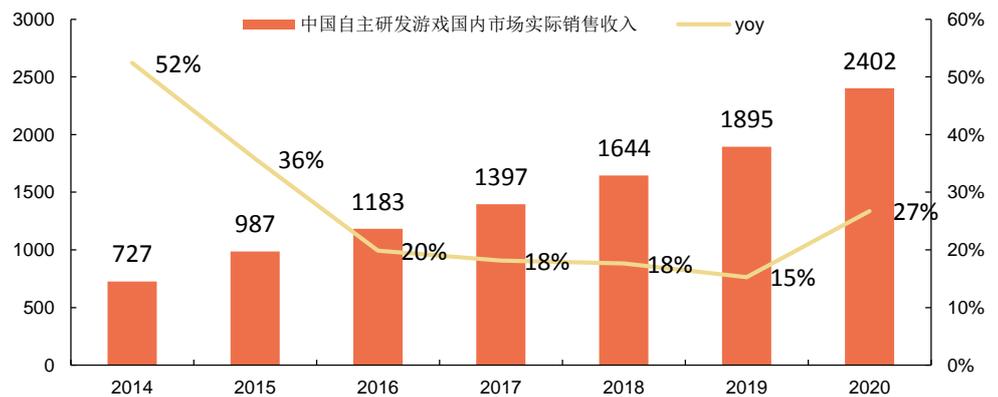
图1：中国游戏市场实际销售收入（亿元）及增速



资料来源：游戏工委，申港证券研究所

其中，中国自主研发游戏比例进一步提升至 86%（2019 年为 82%），中国自主研发游戏 2020 年国内市场实际销售收入 2402 亿元，同比增长 26.74%。

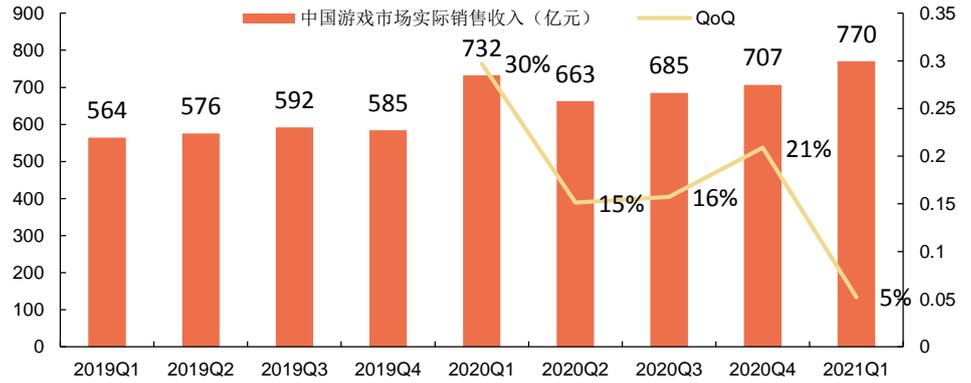
图2：中国自主研发游戏国内市场实际销售收入（亿元）及增速



资料来源：游戏工委，申港证券研究所

2021Q1，中国游戏市场实际销售收入 770.35 亿元，受到移动游戏实际销售收入增长的拉动，相比 2020 年第一季度增长了 38.32 亿元，同比增长 5.32%，环比增长 9%。

图3：中国游戏市场实际季度销售收入（亿元）及增速



资料来源：游戏工委，申港证券研究所

## 1.2 行业趋势：头部公司领跑，渠道分成比例冲突仍在

一、龙头效应显著，头部游厂商如腾讯、网易等收入增速大幅领跑行业，尤其是 2020 年，平台型公司腾讯、网易、哔哩哔哩的收入增速分别为 36%、18%、33%，产品型公司完美世界、中手游的收入增速分别为 27%、26%，均十分亮眼，头部市占率进一步提升。21Q1 因去年 Q1 高基数影响，已披露业绩的 A 股厂商呈现一定范围的收入负增长。

图4：2016-2020 头部游戏厂商收入一览



资料来源：公司年报，申港证券研究所

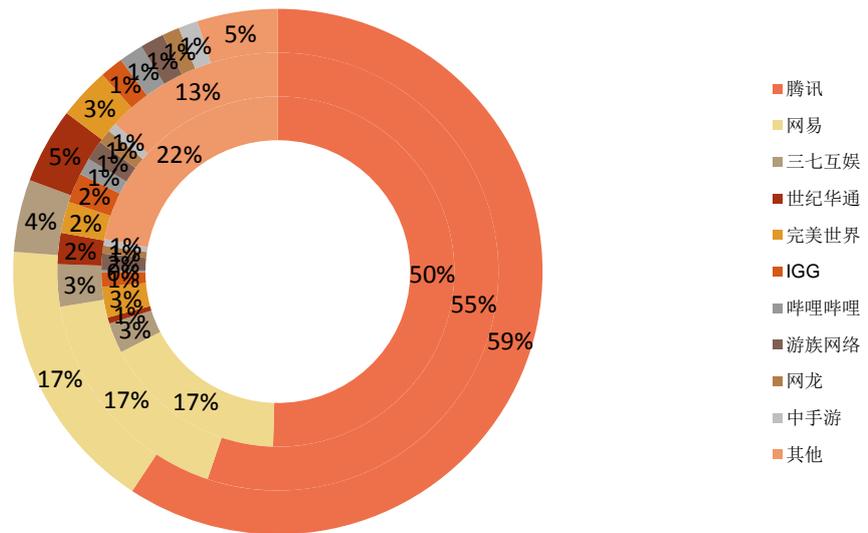
表1：2016-2020 头部游戏厂商收入增速一览

	2017	2018	2019	2020	21Q1
腾讯	42%	9%	10%	36%	/
网易	30%	11%	16%	18%	/
三七互娱	22%	29%	83%	9%	-12%
世纪华通	-17%	587%	174%	2%	5%
完美世界	20%	-4%	49%	27%	-13%
IGG	82%	28%	-9%	-1%	/
哔哩哔哩	600%	38%	24%	33%	/

	2017	2018	2019	2020	21Q1
游族网络	28%	8%	-7%	46%	-22%
网龙	42%	41%	38%	3%	/
中手游	0%	60%	90%	26%	/
<b>行业</b>	<b>18%</b>	<b>18%</b>	<b>15%</b>	<b>27%</b>	<b>5%</b>

资料来源：游戏工委，申港证券研究所

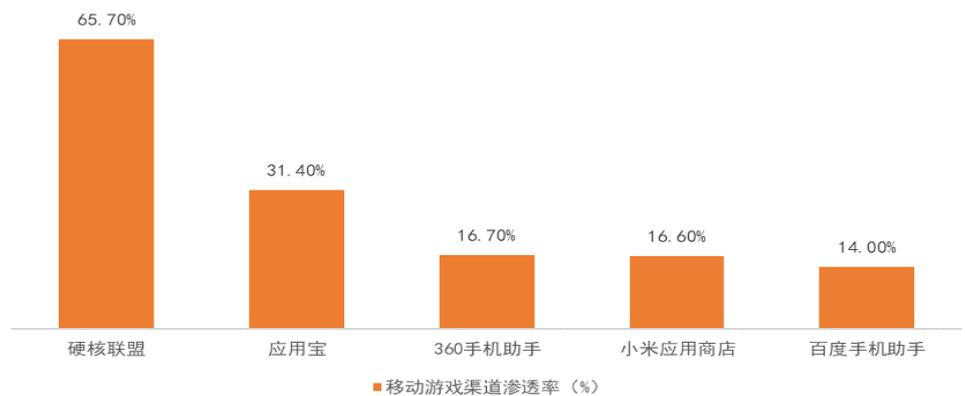
图5：TOP 10 游戏厂商市占率（考虑出海），从内到外分别为 Y2016/Y2018/Y2020



资料来源：公司年报，游戏工委，申港证券研究所

二、渠道降低分成比例的冲突仍在，悬念仍未落地。凭借用户高渗透率，国内安卓硬件渠道强势定下 5:5 分成比例并延续至今，短期看渠道仍保持强势，中长期看渠道利润有可能转移给发行商和研发商。

图6：常用应用渠道渗透率

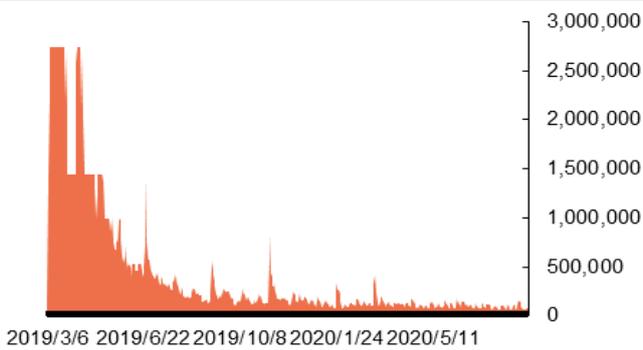


资料来源：硬核联盟 2019 年白皮书，申港证券研究所

原因主要有二：一方面，除腾讯、网易等集成型游戏厂商外，市场上多数的研发商体量偏小，且本身专注于研发，尚未有独立平台推广能力，所以需要借助发行商和渠道商的比较优势，进行更有效率的分工合作；另一方面，绝大部分手游的生命周期都非常短（这里指平均水平，SLG这种生命周期比较长的是例外），根据调研，70%的游戏80%的收入来源于上线后的前6个月，也就是说，一款生命不长的的游戏巅峰收入必须达到一定的月流水，才可以收回研发成本，这使得渠道成为了必然的选择。

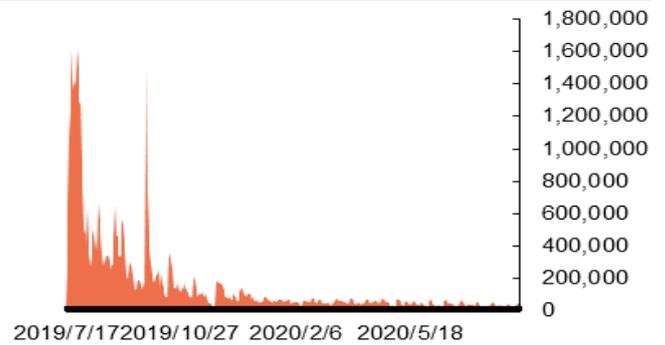
我们随机选取了近两年发布的几款游戏，探究其收入的变化情况，结果基本符合80%的收入来源于上线后6个月这样的论调。

图7：《完美世界》上线后预估收入随时间的变化曲线



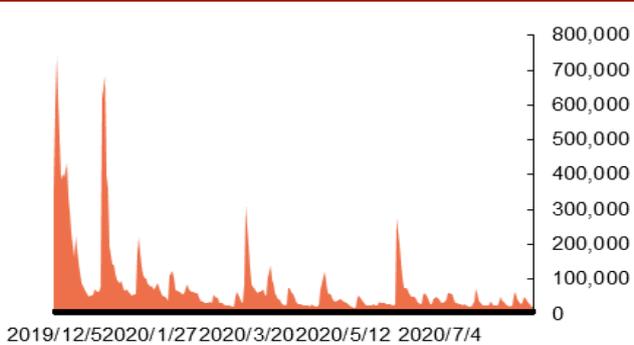
资料来源：蝉大师，申港证券研究所

图8：《龙族幻想》上线后预估收入随时间的变化曲线



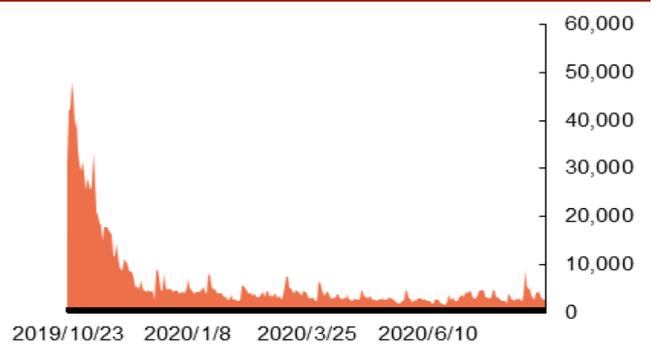
资料来源：蝉大师，申港证券研究所

图9：《战双帕弥什》上线后预估收入随时间的变化曲线



资料来源：蝉大师，申港证券研究所

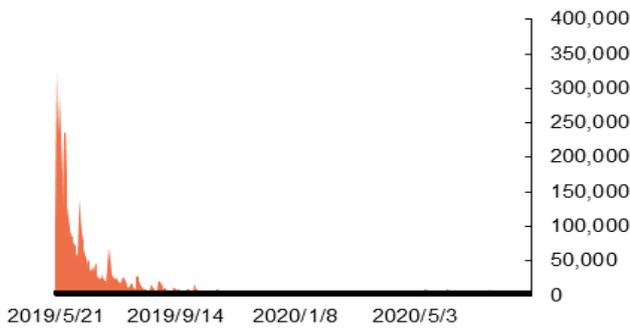
图10：《第二银河》上线后预估收入随时间的变化曲线



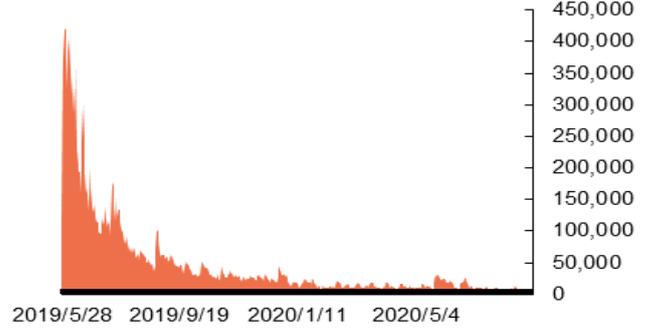
资料来源：蝉大师，申港证券研究所

图11：《云梦四时歌》上线后预估收入随时间的变化曲线

图12：《妖精的尾巴》上线后预估收入随时间的变化曲线



资料来源：蝉大师，申港证券研究所

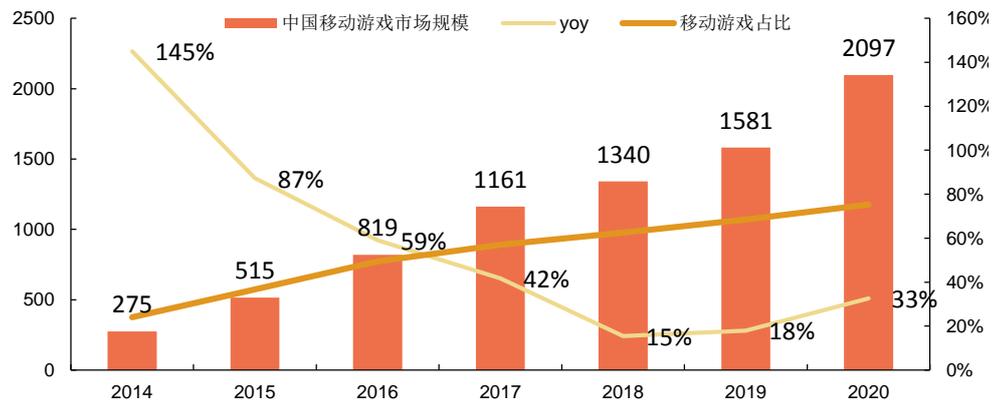


资料来源：蝉大师，申港证券研究所

### 1.3 手游占比 75%，是拉动行业增长的主力

2020 年，中国移动游戏市场实际销售收入持续上升，贡献收入 2097 亿元，同比增长 33%，占比提高至 75%（2019 年为 68%），客户端游戏市场和网页游戏市场继续萎缩，实际销售收入和 market 占比下降较为明显。

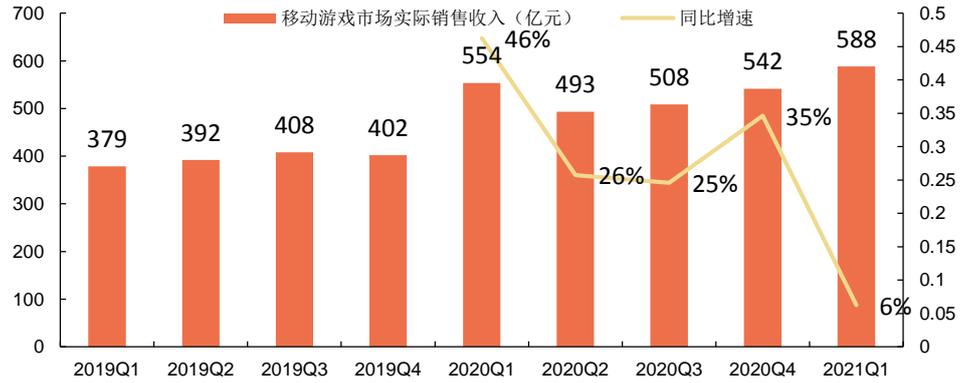
图13：中国移动游戏市场实际销售收入（亿元）、增速及占比



资料来源：游戏工委，申港证券研究所

2021Q1，游戏厂商积极举办元旦、春节相关活动，密集发布手游新产品，游戏供给丰富，市场活跃。2021Q1 移动游戏实际销售收入达到 588.3 亿元，同比增长 6%，环比增长 8.64%，

图14：中国移动游戏市场季度实际销售收入（亿元）、增速及占比

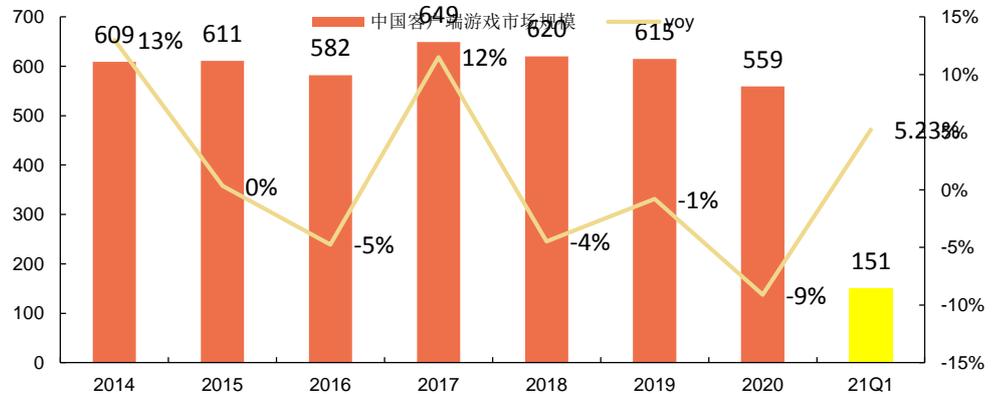


资料来源：游戏工委，申港证券研究所

### 1.4 端游触底反弹，网游持续衰退

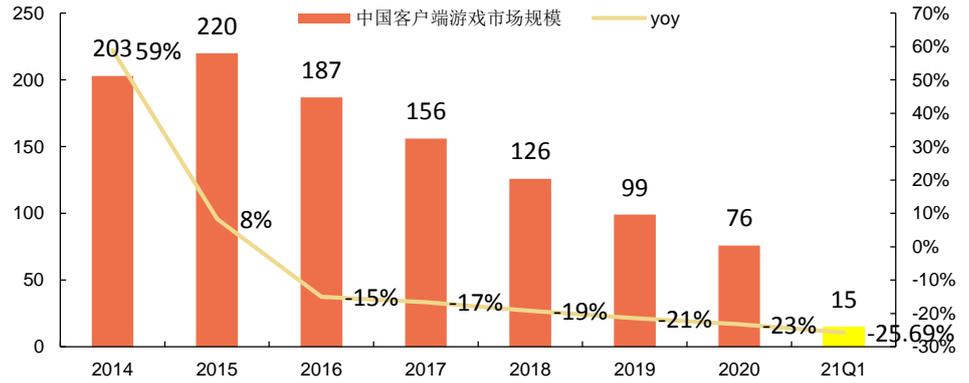
2021Q1，客户端游戏市场（占游戏行业整体比重 20%）活跃反弹，终止了自 2018 年开始的负增长，中国客户端游戏市场实际销售收入增长至 150.96 亿元，同比增长 5%，环比增长 12%。相反，网页游戏市场（占游戏行业整体比重 6%）持续被手游市场替代，相关研发和运营厂商快速减少，用户的娱乐需求意愿逐步下降。21Q1 网页游戏市场实际销售收 15.33 亿元，同比下降 26%，环比下降 14%。

图15：中国客户端游戏市场规模（亿元）及增速



资料来源：游戏工委，申港证券研究所

图16：中国网页游戏市场规模（亿元）及增速



资料来源：游戏工委，申港证券研究所

### 1.5 游戏出海是增长新动能

2020年，中国自主研发游戏海外市场实际销售收入达154.50亿美元，比2019年增加了38.55亿美元，同比增长33.25%，继续保持高速增长态势。

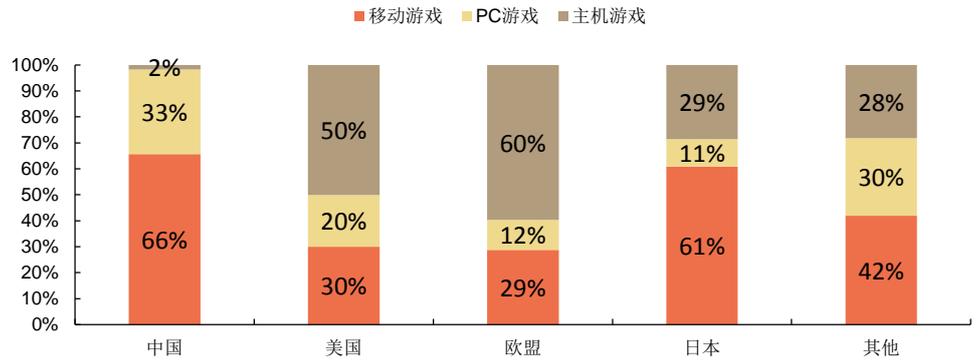
图17：此处录入标题



资料来源：申港证券研究所

中国过去几年游戏行业的增速领先全球主要是因为站在更快的手游跑道上，中国市场更爱手游+网游，而欧美更爱主机游戏。移动游戏市场在中国游戏中的占比高于60%，而在美国及欧盟地区，移动游戏市场的行业总占比尚不足30%。

中国手游出海的优势仍在，硬件技术的发展与游戏文化的繁荣轨迹交叉时间点不同是很大一部分原因。欧美地区游戏兴起于上世纪70-80年代，当时电脑和智能手机尚未普及，欧美家庭使用电视+游戏机的习惯和文化保留至今，主机游戏的内容更加丰富，可玩性更好，清晰度更高，因此主机游戏仍占主流；中国游戏兴起于2000年以后，电脑和智能手机开始普及，相比于主机游戏需要额外的成本采购配套硬件+软件，网游+手游成为更多人的选择。另一方面，受限于经济发展水平，我国便宜的盗版游戏机+游戏一度横行，不利于主机游戏行业的正常发展。

**图18：2018 全球重点国家地区游戏市场规模按终端分布**


资料来源：艾瑞咨询，申港证券研究所

**手游占比过去几年中增幅明显，手游升级全球主战场。**2016-2019 年，全球移动游戏市场增速领先全市场。移动游戏的占比从 2015 年的 34% 上升到 2018 年的 45%。2019 年全球手游市场增速回暖（从 9.6% 到 15%），发达地区（尤其是美国、欧盟地区）的移动游戏市场拥有在短期内高速增长的潜力，是未来值得关注的潜力市场，游戏出海提振收入可期。

未来，随着 5G、云服务等技术的不断发展，PC 电脑在硬件性能上的不可替代性将被进一步削弱，移动设备有望在一定程度上替代 PC 电脑目前在硬核网络游戏市场中的霸主地位。

### 1.6 A 股游戏行业缩影：不及预期估值回落，机会来临

剔除 ST 和主营不符的公司后，我们筛选了核心 17 家 A 股游戏公司，发现 20 年及 21Q1 营收增长整体不及预期，估值回落明显，前十大市值的公司 2021E 的 P/E 中位数为 15.7X，处历史级别低位，创造底部建筑机会。

毛利率和销售费用率方面基本维持，资产减值损失方面也明显收窄，尤其是商誉减值部分大部分已于 2019 年基本经历了一轮合理评估和调整。

**表2：核心 A 股游戏公司业绩汇总概览**

	Y2020	Y2019	21Q1	20Q1
收入	601	570	156	165
YoY/QoQ	5%		-6%	
<b>行业增速</b>	<b>21%</b>		<b>5%</b>	
归母净利润	144	70	29	41
YoY/QoQ	106%		-30%	
归母净利润率	24%	12%	19%	25%
毛利	407	382	112	113
毛利率	68%	67%	72%	69%

	Y2020	Y2019	21Q1	20Q1
销售费用	290	267	83	76
销售费用率	48%	47%	53%	46%
资产减值损失/收入	4%	9%	/	/

资料来源：公司公告，申港证券研究所

表3：核心 A 股游戏公司市值及估值水平

排名	代码	证券简称	总市值	流通市值	市盈率 PE			市净率 PB(MRQ)
					TTM	21E	22E	
		中位值	247.5	231.6	24.8	15.7	13.1	3.1
1	002602.SZ	世纪华通	494.1	342.0	18.1	11.9	10.4	1.7
2	002555.SZ	三七互娱	489.3	324.2	22.8	15.7	13.1	5.4
3	002624.SZ	完美世界	413.4	389.4	29.6	16.5	13.3	3.7
4	603444.SH	吉比特	329.1	329.1	30.2	22.7	19.7	7.9
5	002558.SZ	巨人网络	277.3	277.3	26.9	19.0	15.6	2.9
6	300418.SZ	昆仑万维	217.7	185.9	4.5	11.2	9.5	2.1
7	002174.SZ	游族网络	141.3	106.4	-38.9	--	--	2.8
8	300315.SZ	掌趣科技	116.4	111.1	38.1	12.0	9.9	2.1
9	002517.SZ	恺英网络	96.4	69.6	32.5	22.2	18.5	3.3
10	002605.SZ	姚记科技	85.8	68.9	13.7	10.7	8.8	3.8

资料来源：WIND，申港证券研究所

图19：世纪华通 PE Band



资料来源：Wind，申港证券研究所

图20：三七互娱 PE Band



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图21: 完美世界 PE Band



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图22: 吉比特 PE Band



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图23: 吉比特 PE Band



资料来源: Wind, 申港证券研究所

## 2. 广告：时长中夺机，21Q1 明显复苏

### 2.1 5000 亿市场的复苏

根据 12 月央视财经公布数据，2020 年中国互联网营销市场总规模突破万亿大关，达到 10457 亿元。互联网广告维持了 13.85% 的增长态势，实现广告收入 4972 亿元，21Q1 同比增长显著达 54.6%，预计 21 年整体增速恢复到 20%+。

图24：20Q1-21Q1 中国互联网广告市场规模变化



资料来源: Questmobile, 申港证券研究所

图25：流量+时长=广告

### 2020年12月 典型媒介平台广告容量分布TOP20

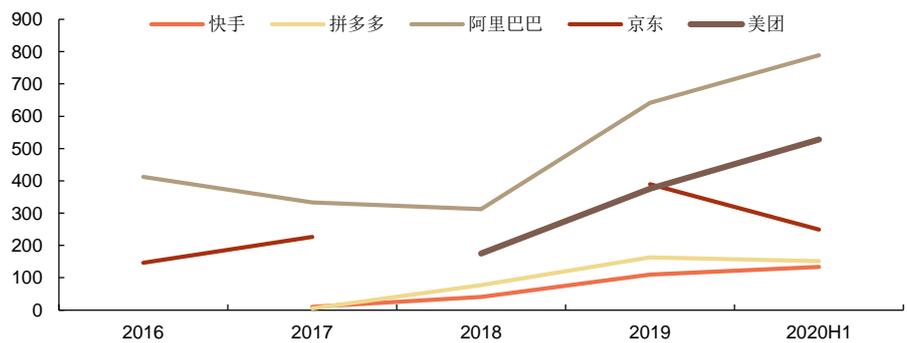


资料来源: Questmobile, 申港证券研究所

## 2.2 存量市场下流量成本上升明显

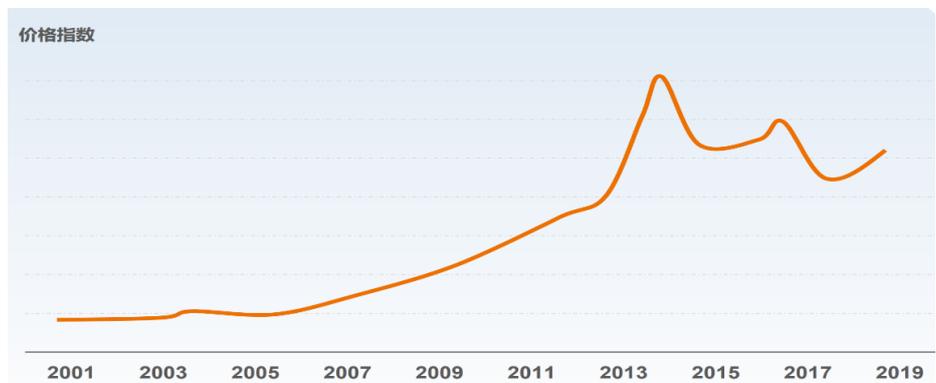
过去十年, 互联网整体流量成本上升, 短视频作为内容产业的后起者, 流量成本仍在洼地。截止 2020 年 6 月的一年中, 快手的获客成本为 133 元/人, 与电商(阿里、京东、拼多多 150-800 元/人)、生活服务(美团 500+元/人)、游戏(行业平均 300-600 元/人) 等典型互联网子行业相比优势明显。

图26: 典型互联网公司流量成本对比



资料来源: 公司财报, 申港证券研究所

图27: 过去十年, 国内互联网流量成本上升近十倍



资料来源: 中国游戏产业年会分论坛, 申港证券研究所

## 2.3 互联网平台马太效应显著, 看好电商和短视频赛道

中国互联网公司广告收入“马太效应”继续加强。2020 年在 26 家的互联网广告收入榜单中, 超过百亿广告收入的只有 8 家, 贡献了 5638 亿的广告收入, 不足百亿广告收入的企业有 18 家, 贡献了近 500 亿的收入, 刚刚超过拼多多一家 2020 年的广告收入。

图28: 此处录入标题

序号	公司名	Q1 广告营收	Q2 广告营收	Q3 广告营收	Q4 广告营收	2019 广告总营收	2020 广告总营收	年度 同比增速	2020 总营收	全年广告 收入占比	备注
1	阿里巴巴	309.06	514.34	693.38	1019.19	1745.74	2535.99	45.27%	5097.11	49.75%	此项为客户管理收入, 其中包含营销服务和展示广告、淘宝客计划等。
2	腾讯	177.13	185.52	213.51	246.55	683.77	822.71	20.32%	4820.64	17.07%	
3	百度	142.43	176.88	202.01	208	781	729.32	-6.62%	1070.74	68.11%	百度广告营收中包含爱奇艺广告营收。
4	京东	95.27	140.53	124.12	174.8	426.8	534.73	25.29%	7458.01	7.17%	
5	拼多多	54.92	110.55	128.78	189.2	268.14	479.54	78.84%	594.92	80.61%	此项为在线营销服务及其他收入
6	快手	/	/	/	85.11	74.19	218.55	194.58%	587.76	37.18%	
7	美团点评	28.64	43.23	56.6	60.61	158.40	189.08	19.37%	1147.95	16.47%	
8	小米	27	31	33	37	107	127	18.69%	2458.66	5.17%	
9	微博	17.93	22.24	27.2	29.63	108.39	97.17	-10.35%	110.29	88.10%	
10	爱奇艺	15.37	15.86	18.4	19	82.87	68.63	-17.18%	297	23.11%	
11	搜狗	16.83	17.04	13.63	11.83	75.59	59.07	-21.85%	59.93	98.56%	此项为“搜索及其搜索相关的广告业务”
12	趣头条	13.64	13.78	10.63	12.42	54.15	50.47	-6.80%	52.85	95.50%	
13	阅文集团	/	/	/	/	37.10	49.32	32.94%	85.26	57.85%	此项为在线业务收入, 包括在线阅读、网络广告及在平台上分销第三方网络游戏所得的收入
14	搜狐	18.64	19.73	2.91	2.97	84.82	44.25	-47.83%	48.56	91.12%	搜狐成为腾讯全资子公司, 第三季度财报仅披露了品牌广告收入
15	唯品会	8.29	8.98	10.19	16.64	42.74	44.09	3.16%	1019	4.33%	此项为“其他收入”, 主要包含第三方物流、产品推广和在推广广告的收入, 及第三方商家收取的费用等。
16	汽车之家	5.66	9.32	9.27	10.29	36.53	34.54	-5.45%	86.59	39.89%	此项为“媒体服务”营收, 其中大部分为广告营收。
17	哔哩哔哩	2.14	3.49	5.58	7.22	8.18	18.43	125.31%	120	15.36%	
18	斗鱼	1.65	1.88	1.98	1.99	5.02	7.5	49.40%	96.19	7.80%	此项为其他收入, 包含广告收入
19	美图	/	/	/	/	7.52	6.81	-9.44%	11.94	57.04%	
20	虎牙	1.37	1.32	1.58	1.76	3.96	6.03	52.27%	109.14	5.53%	此项为广告及其他收入
21	陌陌	0.57	0.38	0.5	0.53	3.32	1.98	-40.36%	150.24	1.32%	
22	宝宝树	/	/	/	/	3.20	1.88	-41.25	2.12	88.68%	
23	同城艺龙	/	/	/	/	1.88	1.37	-27.13%	59.33	2.31%	此项为广告服务及其他
24	蘑菇街	0.18	0.24	0.18	0.17	2.96	0.77	-73.99%	8.35	9.22%	
25	字节跳动	/	/	/	/	/	/	/	/	/	媒体报道2020年全年字节跳动媒体广告将达1750亿流水收入
26	网易	/	/	/	/	74.96	/	/	/	/	2019年Q3起广告与其他业务合并计算, 因此不计入榜单排名

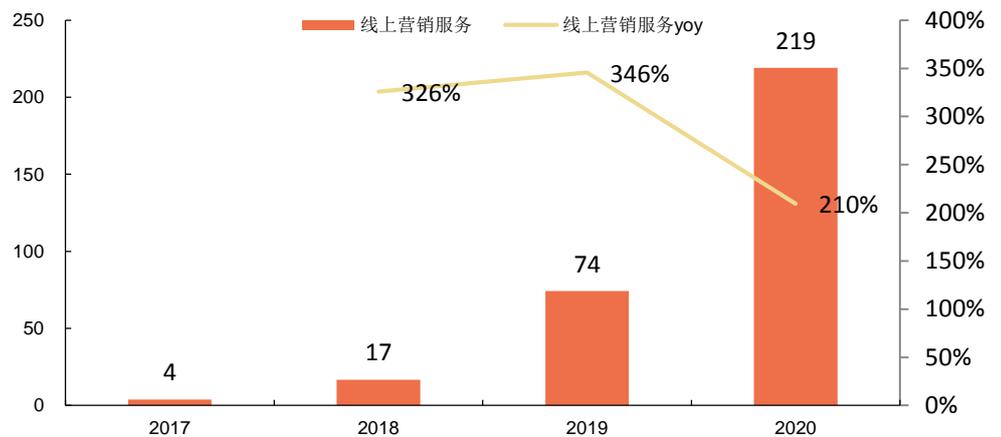
资料来源: 申港证券研究所

从互联网广告类型来看，电商广告尤其受到广告主的青睐。电商广告是直接缩短销售转化路径，电商广告影响消费者，消费者直接在电商平台促成交易。当前电商行业处于二次爆发期，阿里巴巴、京东、拼多多等具备电商交易平台属性的企业增长动能明显，在 2020 年收入分别增长 45%、25%、79%，广告主在投放广告的类型中，会更加注重效果类广告，在预算分配上更倾向 ROI 更高的电商渠道。

短视频广告因强势卷入用户注意力，广告投放规模 2020 仍处于三位数高速增长阶段。根据《2020 中国互联网广告数据报告》显示，短视频广告的增幅达到 106%，其中快手进入媒体平台第六位。尽管快手诞生于 2013 年，快手的广告商业化从 2019 年才真正开始加速。

快手的在线营销服务平台——磁力引擎，为生态系统参与者提供一整套在线营销解决方案。快手提供了丰富的广告产品矩阵，同时面向公域和私域场景，帮助账号/商家引流、转化和目标达成。一方面账号/商家可以从海量公域流量中有针对性地触达、转化和积累私域流量，另一方面，高忠诚度、高粘性的粉丝私域可以持续为账号/商家创造收益，社交网络效应下边际成本低。

图29：快手线上营销服务（亿元）及增速



资料来源：公司年报，招股书，申港证券研究所

### 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

本研究报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港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，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供申港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

### 申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

### 申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上