

增持

——维持

日期：2021年05月31日

行业：传媒



分析师：滕文飞

Tel: 021-53686151

E-mail: tengwenfei@shzq.com

SAC证书编号: S0870510120025

分析师：胡纯青

Tel: 021-53686150

E-mail: huchunqing@shzq.com

SAC证书编号: S0870518110001

证券研究报告/行业研究/中期策略

# 告别唯流量论，技术与品牌力推动行业发展 ——2021年传媒行业中期投资策略

## 主要观点

影视行业景气回升，院线龙头受益。

2021年一季度国内经济和消费均大幅提升，文娱消费延续自去年四季度以来的景气回暖态势。泛娱乐产业需求多元化，行业重返增长轨道。疫情迫使大量小影院退出市场，TOP3院线票房占比32.33%，整体票房继续向头部院线集中。端午、七一档已有多部影片定档，其中包括《热带往事》、《超越》、《1921》、《革命者》等，有望带动影市进一步回暖。

游戏市场规模持续增长，看好优质研发商。

游戏市场继续保持正增长，Q2同比增速有望好于Q1。游戏出海市占率持续提升，版号试点地方审批或缩短审批流程，优质研发商话语权提升，采用先买量后渠道的发行模式追求利润最大化。暑期档新游戏产品丰富，有望提升板块公司业绩弹性。

营销内容短视频化持续深化，关注品牌自播、梯媒。

互联网广告市场持续增长，增量来自短视频及直播。品牌商电商直播需求日趋常态化，叠加抖音大力扶持，品牌自播快速兴起，部分品牌自播账号销售额达到平台头部水平，关注抖音电商服务商。流量成本上升趋势下，楼宇媒体的性价比受到品牌商重视。

体育赛事大年来临，关注体育营销、体彩。

疫情导致国际大型赛事普遍向后延期。2021/2022年将迎来奥运会、世界杯、欧洲杯、冬奥会、亚运会等多项重磅赛事，其中更有多项赛事将在中国举办，体育营销、体彩等细分板块将迎来重要催化。

## 投资建议

未来十二个月内，维持传媒行业“增持”评级

关注万达电影、中国电影、吉比特、完美世界、宝通科技、值得买

## 风险提示

1. 相关行业发展政策落实情况低于预期。2. 疫情影响线下娱乐。3. 行业市场竞争加剧。4. 5G网络推广进程低于预期。5. 新兴文娱产品对传统文娱的冲击加剧。

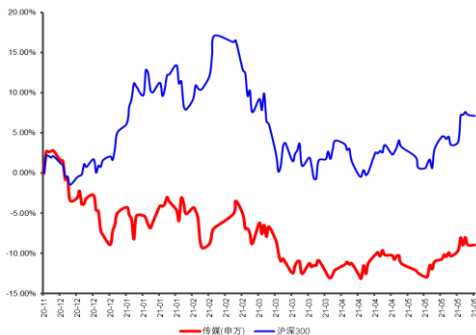
## 数据预测与估值：

重点关注股票业绩预测和市盈率

公司名称	股票代码	股价	EPS			PE			PBR	投资评级
			20A	21E	22E	20A	21E	22E		
万达电影	002739	16.91	-2.99	0.75	0.88	n/a	22.40	19.22	3.89	谨慎增持
中国电影	600977	13.04	-0.30	0.50	0.60	n/a	26.24	21.73	2.21	谨慎增持
吉比特	603444	463.71	14.56	19.85	22.65	31.85	23.36	20.47	7.97	增持
完美世界	002624	21.50	0.80	1.29	1.61	26.88	16.67	13.35	3.78	增持
宝通科技	300031	17.45	1.10	1.41	1.68	15.86	12.38	10.39	2.25	增持
值得买	300785	110.88	1.77	2.36	3.02	62.64	46.98	36.72	5.82	谨慎增持

资料来源：上海证券研究所 股价数据为2021年5月28日收盘价

## 近6个月行业指数与沪深300比较



报告编号：TWF21-QIT02

## 目 录

一、影视：行业景气回升，院线龙头份额提升.....	5
1.1 文娱消费景气回升，Z世代消费观值得关注.....	5
1.2 五一档票房创新高，热门档期影片扎堆竞争激烈.....	6
1.3 院线行业集中度持续提升.....	7
1.4 影视剧精品化趋势延续，献礼剧是2021年重点.....	8
二、游戏：市场规模持续增长，精品化游戏崛起.....	9
2.1 Q1游戏市场规模持续扩大，但游戏版块短期利润承压.....	9
2.2 版号发放节奏略有放缓，期待版号审批地方试点落地.....	11
2.3 精品化游戏厂商话语权提升，优化新游发行策略.....	12
2.4 精品游戏提升玩家付费水平，关注厂商技术积累.....	14
2.5 苹果IDFA新政影响有待进一步观察.....	16
2.5 海外市场疫情红利持续，出海手游市占率持续提升.....	17
2.6 暑期档新游戏产品丰富，有望提升业绩弹性.....	19
三、营销：持续短视频化，关注品牌自播、梯媒.....	20
3.1 互联网广告市场持续增长，增量来自短视频及直播.....	20
3.2 品牌自播快速增长，或成为电商直播新趋势.....	22
3.3 品牌推广再受重视，楼宇广告投放量快速增长.....	24
四、体育：迎赛事大年，关注体育营销、体彩.....	25
4.1 体育产业总产值稳定增长，推进“体育强国”建设.....	25
4.2 迎接体育赛事大年，关注体育营销、体彩.....	27
五、行业表现及估值.....	29
5.1 年初至今板块表现落后于沪深300指数.....	29
5.2 相对估值水平回归中位区间.....	30
六、重点关注公司.....	31
七、风险提示.....	31

图

图 1 中国移动互联网月活跃用户规模 (亿)	5
图 2 2021 年五一假期日均活跃用户增量 Top10 行业 (万)	6
图 3 2020 年 5 月-2021 年 5 月国内月度票房 (万元)	6
图 4 截止到 2021 年 5 月票房情况	7
图 5 2021 年端午档拟上映影片	7
图 6 五一档期院线票房 TOP5 集中度	8
图 7 国内游戏市场实际销售收入 (亿元)	10
图 8 国内移动游戏市场实际销售收入 (亿元)	10
图 9 游戏市场用户规模 (百万人)	11
图 10 近期版号发放数量	12
图 11 买量素材数趋势图	13
图 12 全球游戏应用程序平均获客成本	14
图 13 原神首月流水	15
图 14 幻塔游戏宣传图	15
图 15 游戏公司人均研发开支 (万元)	16
图 16 IDFA 作用原理	17
图 17 中国自主研发游戏海外收入 (亿美元)	18
图 18 中国自主研发游戏海外收入区域占比	18
图 19 2021Q1 美国移动游戏市场收入	18
图 20 2021Q1 日本移动游戏市场收入	18
图 21 美国、日本 Top100 手游中中国游戏收入占比	19
图 22 互联网广告市场规模 (亿元)	20
图 23 各巨头占据的用户时长比例	21
图 24 短视频平台 DAU	21
图 25 短视频及直播平台投放的广告规模 (亿元)	21
图 26 电商直播市场规模 (亿元)	22
图 27 电商直播用户渗透率	22
图 28 播主带货场次占比	23
图 29 品牌带货播主店铺号销售额占比	23
图 30 抖音店铺直播 Top20 (5.3-5.9)	23
图 31 2020 各渠道广告刊列花费	25
图 32 分众传媒分季度营业收入 (亿元)	25
图 33 中国体育产业总产值 (万亿元)	25
图 34 中国体育彩票销售额 (亿元)	28
图 35 2021 年初至今传媒板块表现落后于沪深 300 指数 (%)	30
图 36 传播与文化产业历史市盈率(TTM, 整体法)	30

## 表

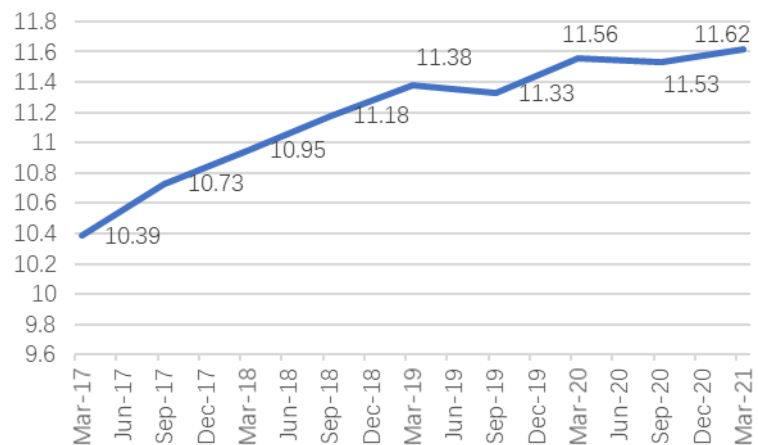
表 1 全国国产电视剧发行许可证颁发情况.....	8
表 2 2021 年网络平台部分拟播出重点剧目.....	9
表 3 近期部分重点新游戏上线时间表.....	19
表 4 2021/2022 国内外大型综合型/足球赛事开赛时间.....	27
表 5 中体产业收购标的概况.....	29

## 一、影视：行业景气回升，院线龙头份额提升

### 1.1 文娱消费景气回升，Z世代消费观值得关注

2021年一季度国内经济和消费均大幅提升，文娱消费延续自去年四季度以来的景气回暖态势。泛娱乐产业需求多元化，行业重返增长轨道。旺盛的娱乐需求带动春节档、五一档电影票房创出新高。移动互联网用户变化不大，截止到2021年3月，用户数量为11.62亿。国内疫情得到有效较好，线下娱乐消费增长明显。移动互联网的渗透率提升和5G技术的推广，带动用户的碎片化娱乐需求提升，生态化平台的整体协同能力和商业价值正在逐步凸显。Z世代逐渐成为文娱消费主力人群，规模已达3.2亿，月均使用时长达到174小时，95/00后消费者的偏好值得关注。

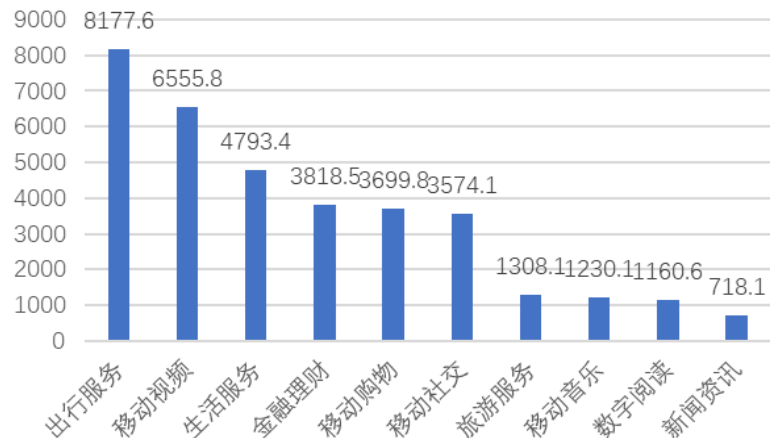
图1 中国移动互联网月活跃用户规模（亿）



数据来源：QuestMobile 上海证券研究所

移动互联网用户规模增速放缓，总体规模趋稳，呈现阶段性波动变化。移动互联网市场已经全面进入存量时代，80/90后是移动互联网主要用户群体，规模达7.24亿，三线及以下城市占比达57.9%。只有70后和00后用户随着用户入网率的提升还保持着小幅增长。泛娱乐用户市场渗透率趋于饱和，用户粘性还有提升空间。除了短视频仍保持增长外，在线视频、手机游戏、数字阅读等领域被分流。短视频领域，头条系和快手系仍占据行业头部。随着生活和差旅出行恢复常态，观影人群同比增加1.3亿，线下文娱消费回暖明显。游戏动漫消费是年轻人的假期重要娱乐方式，头部应用流量在假期保持高位。

图 2 2021 年五一假期日均活跃用户增量 Top10 行业 (万)

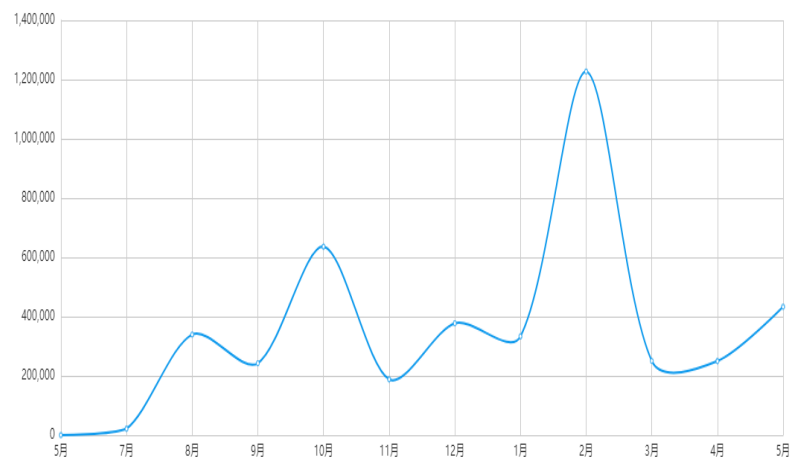


数据来源: QuestMobile 上海证券研究所

## 1.2 五一档票房创新高，热门档期影片扎堆竞争激烈

“五一档”五天假期国内电影市场共产出票房 16.7 亿，比 2019 年“五一档”（4 天票房 15.27 亿）上涨 9.4%；假期间共有 4410 余万人次走进影院观影，较 2019 年同期增长 26%。影片方面，头部影片体量较小，《你的婚礼》、《悬崖之上》在档期内仅获 5 亿票房，腰部影片票房均在 2 亿以下，号召力明显不足。由于今年撑场的国产片均价远低于前年的市场主力《复联 4》，人次涨幅要远高于票房涨幅。“五一”小长假共有五部影片票房收入破亿，其中《你的婚礼》、《悬崖之上》、《秘密访客》分列前三。预计全年票房将持续回升，全年有望冲击 600 亿+票房。去年影院受疫情较大，预计今年院线业绩将明显回升。

图 3 2020 年 5 月-2021 年 5 月国内月度票房 (万元)



数据来源: 艺恩咨询 上海证券研究所

图 4 截止到 2021 年 5 月票房情况

	单月票房 (万) (环比变化)	放映场次 (环比变化)	观影人次 (万) (环比变化)	当月票房冠军
2021年5月	433252 +73.43%	9902079 -5.27%	11513 +67.74%	速度与激情9 本月: ¥102925万 占比: 24%
2021年4月	249818 -0.27%	10452419 -0.22%	6864 +2.88%	我的姐姐 本月: ¥85438万 占比: 34%
2021年3月	250488 -79.59%	10475458 +1.02%	6672 -74.97%	哥斯拉大战金刚 本月: ¥57478万 占比: 23%
2021年2月	1227298 +268.14%	10370194 +0.6%	26653 +196.34%	你好,李焕英 本月: ¥482533万 占比: 39%
2021年1月	333379 -11.68%	10307926 -2.41%	8994 -12.3%	送你一朵小红花 本月: ¥111008万 占比: 33%
2020年12月	377488 +100.54%	10562019 +4.67%	10256 +92.4%	拆弹专家2 本月: ¥60229万 占比: 16%
2020年11月	188234 -70.41%	10091239 -4.02%	5331 -67.62%	金刚川 本月: ¥45087万 占比: 24%
2020年10月	636188 +162.22%	10513466 +31.79%	16462 +153.4%	我和我的家乡 本月: ¥268190万 占比: 42%
2020年9月	242613 -28.53%	7977594 +22.9%	6496 -31.9%	八佰 本月: ¥103730万 占比: 43%
2020年8月	339461 +1471.4%	6491093 +481.46%	9540 +1087.78%	八佰 本月: ¥200940万 占比: 59%
2020年7月	21602 0%	1116349 0%	803 0%	多力特的奇幻冒险 本月: ¥6621万 占比: 31%
2020年5月	5 0%	39 0%	0 0%	士兵突击: 兵王争锋 本月: ¥5万 占比: 100%

数据来源: 艺恩咨询 上海证券研究所

后续档期方面,端午节档期虽然只有3天,但已有10余部影片宣布定档。定档6月11日的有热度较高的《阳光姐妹淘》,首部在国内取得1.7亿票房的《彼得兔》续作等。6月12日还有包括《二哥来了怎么办》,体育励志类《超越》、《热带往事》等影片,类型丰富。七一建党期间有两部主旋律献礼片《革命者》、《1921》已提前定档。

图 5 2021 年端午档拟上映影片

影片	猫眼想看	淘票票想看	上映日期
阳光姐妹淘	12万	8.8万	2021.6.11
你好世界	13.5万	3.2万	2021.6.11
比得兔2	3万	10.7万	2021.6.11
天堂电影院	0.8万	2.6万	2021.6.11
超越	13.7万	5.8万	2021.6.12
二哥来了怎么办	3.8万	4.7万	2021.6.12
热带往事	2万	4.4万	2021.6.12
潜艇总动员7	1.6万	1.7万	2021.6.12
狗果定理	2.5万	0.7万	2021.6.12
乌海	0.8万	1.8万	2021.6.12

数据来源: 电影票房 上海证券研究所

### 1.3 院线行业集中度持续提升

根据猫眼数据,截至5月27日,今年万达院线实现票房33.53



亿元，以 14.74% 的占比排名第一，TOP3 院线票房占比 32.33%，整体票房继续向头部院线集中。目前我国银幕数量跃居世界第一，银幕数已超过 60000 块。去年疫情迫使大量小影院退出市场，而头部公司趁机扩张份额。2021 年预计新建影院数量有望再创新高，影院行业集中度将进一步提升。

图 6 五一档期院线票房 TOP5 集中度



数据来源：艺恩资讯 上海证券研究所

#### 1.4 影视剧精品化趋势延续，献礼剧是 2021 年重点

近五年电视剧产量呈现逐年下滑趋势。2020 年受疫情影响，我国仅有 202 部，7450 集电视剧获得许可证，数量大幅下滑。在复工复产有序推进后，今年一季度电视剧获证数量仍然偏低，预计后续电视剧产量将有所回升。2021 年主题方面重点是中国共产党成立 100 周年等党和国家大事，聚焦党史国史、中国梦时代主题、广大人民对美好生活的向往和追求、中华优秀历史文化四个方面选题。

表 1 全国国产电视剧发行许可证颁发情况

年份	部数	集数
2011	469	14942
2012	506	17703
2013	441	15770
2014	429	15983
2015	394	16540
2016	334	14912
2017	314	13470
2018	323	13726
2019	254	10646
2020	202	7450
2021Q1	39	1271

数据来源：国家广播电视总局 上海证券研究所



根据 QuestMobile 数据显示, 典型视频平台的热播剧集和综艺平台用户的年轻化趋势明显, 热播剧《山河令》、《赘婿》、《创造营 2021》等, 通过粉丝价值链运营, IDOL 的流量与 KOL 流量、品牌影响力引导用户到渠道平台购买转化, 形成长链路运营、短链路购买决策相结合的模式, 对于年轻用户群体来说吸引力很大。长视频付费市场已进入存量竞争时代, 用户进一步被短视频分流。平台一方面靠提价来提升盈利, 一方面依靠电商体系保持会员黏性, 丰富流量变现方式。视频网站对内容的硬性刚需, 意味着投入将继续增加。“爱优腾芒”陆续发布 2021 年的剧集片单, 意味着各大长视频平台的新布局、新战略已开启。

**表 2 2021 年网络平台部分拟播出重点剧目**

平台名称	剧目名称
优酷	幸福到万家、落花时节、正青春、危机先生、盛装、人民的正义、冰雨火、号手就位、了不起的儿科医生、传家、玉楼春、大唐明月、十二谭、君九龄、琉璃、你微笑时很美、舍我其谁、白色月光、司藤、迷雾追踪、回廊亭、非凡三侠、白色强人 2、失忆 24 小时、刑侦日记、乡村爱情 13
爱奇艺	暴风眼、大江大河 2、对手、大宋宫词、大唐儿女行、风暴舞、陌生的恋人、棋魂、天才基本法、赘婿、谢谢你医生、叛逆者、人生若如初见、理想之城、约定、假日暖洋洋、生活万岁、流金岁月、灵域、亲爱的挚爱的、风起洛阳、两京十五日、一剪芳华、月光变奏曲、原来我很爱你、拜托了八小时、德云瓦舍、开心合伙人、暗夜行者、平原上的摩西、淘金
芒果 TV	法医秦明之无声的证词、逆光者、起跑线、狂猎、从结婚开始恋爱、晚晚夜未眠、好男好女、头号嫌疑人 2、双面神探、掌中之物、八零九零、少年派 2、梦醒长安、狂猎、礼物、她们的镯子、海葵、黑色灯塔、海上繁花、尚食
腾讯视频	长歌行、斗罗大陆、青簪行、雪中悍刀行、庆余年 2、镜双城、有翡、理想之城、爱的二八定律、蓝焰突击、追梦、溼女郎、生活家、温暖的味道、石头开花、光芒、香山叶正红、一人之下、西行纪、藏地密码

数据来源: 各视频网站公告 上海证券研究所

## 二、游戏：市场规模持续增长，精品化游戏崛起

### 2.1 Q1 游戏市场规模持续扩大，但游戏板块短期利润承压

2020 年, 受益于国民居家抗疫带来的流量红利, 游戏行业整体收入规模实现快速增长, 行业增速达到近三年最高水平。根据音数协游戏工委公布的数据, 2020 年国内游戏市场实现收入 2786.9 亿

元，同比增长 20.71%；国内手游市场实现收入 2096.81 亿元，同比增长 32.61%，增速较去年同期双双增长超过 10 个百分点。手游市场依旧是拉动游戏市场增长的最主要动力，其收入占比已经提升到行业整体的 75%。

2021Q1，国内游戏市场实现销售收入 770.35 亿元，同比增长 5.32%，环比增长 9%；其中手游市场实现收入 588.3 亿元，同比增长 6.25%，环比增长 8.64%。游戏出海实现收入 40.64 亿美元，同比增长 7.49%。中国游戏市场在去年 Q1 的高基数上成功实现了同比正增长。

但是，虽然大盘维持了正增长，但是市场增量主要由腾讯、网易以及一批新兴游戏公司的新品贡献，A 股游戏板块收入及净利润短期承压。A 股游戏版块几家龙头公司 Q1 的收入/归母净利润增速分别为：三七互娱(-12.09%/-83.98%)、完美世界(-13.34%/-24.43%)、世纪华通(+5.06%/-27.24%)、吉比特(+51.09%/+13.36%)。其中，仅吉比特依托于老游戏《问道》的稳健表现以及新游《一念逍遥》的上线实现了收入、净利润的较快增长外，其余公司短期业绩表现均不及预期，造成这一现象的主要原因包括去年同期基数较高、疫情导致新游研发/上线进展晚于预期以及流量成本长期处于高位等。

进入 Q2，多家上市公司一改 Q1 的颓势，仅仅从新产品看，就有《斗罗大陆：武魂觉醒》(三七互娱)、《全民奇迹 2》(掌趣科技)、《战神遗迹》(完美世界)等成功冲击 iOS 畅销榜 Top10，其中部分上线时间偏早的产品流水大概率已足以覆盖其前期流量推广成本，预计对相关公司 Q2 财报的收入端及利润端均将产生较为显著的积极影响。

图 7 国内游戏市场实际销售收入 (亿元)

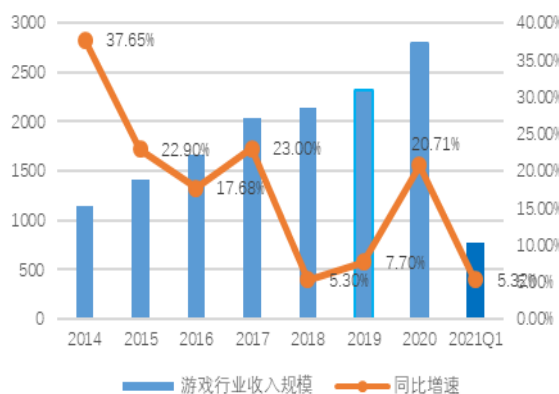
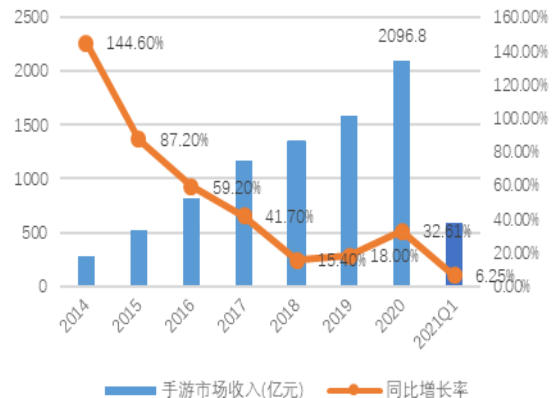


图 8 国内移动游戏市场实际销售收入 (亿元)

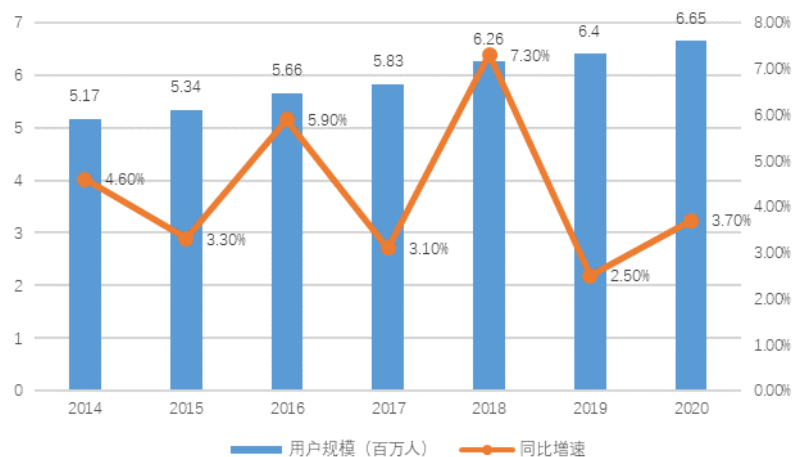


数据来源：GPC& 中国游戏产业研究院 上海证券研究所 数据来源：GPC& 中国游戏产业研究院 上海证券研究所

从用户规模上看，2020 年国内游戏行业用户规模达到 6.65 亿人，较 2019 年底增长约 2500 万人，增速上变化不大。但在用户结

构上，疫情带来的流量红利有效带动了部分轻度休闲游戏玩家转型为中重度游戏玩家，同时，中重度玩家的整体活跃度也取得了一定增长。以《王者荣耀》为例，由于其兼具高知名度、强社交属性、较低上手门槛等特征，使得新玩家较容易上手，进而有效放大了流量红利，推动游戏的活跃用户数实现显著增长。此前，腾讯游戏正式宣布《王者荣耀》2020年至今的平均日活跃账户数已经突破1亿，成为全球第一个日活跃账户数破亿的游戏产品。2021Q1 游戏市场用户规模保持正增长势头。

图 9 游戏市场用户规模（百万人）



数据来源：GPC&中国游戏产业研究院 上海证券研究所

## 2.2 版号发放节奏略有放缓，期待版号审批地方试点落地

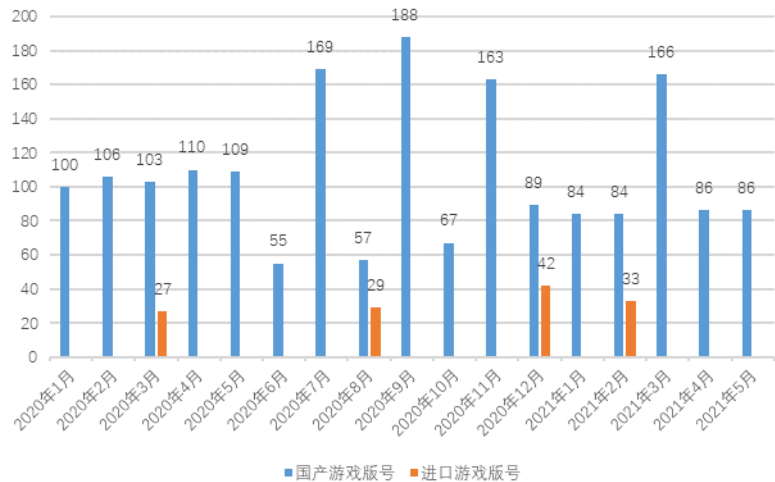
行业政策方面，国产游戏版号的审批工作正常进行，但发放节奏略有放缓。除今年3月发放了两批国产游戏版号外，其余月份每月均只发放一批版号，每个批次获批的游戏数量均为80+款，较去年同期每月发放2批100个左右相比，数量上有小幅萎缩。

值得期待的是，主管部门将试点下放国产网络游戏审批权至地方，截至目前，已有海南、重庆两地出台了相关试点方案。此前，国产网络游戏的审批一直采用省级主管部门审批通过、再报送国家新闻出版署终审的流程，新的试点方案正式推行后，有望优化整个游戏版号的审批步骤，缩短审批时间，不仅仅是注册在对应地方的游戏企业，其余游戏企业也有机会分享这一政策带来的便捷。

新闻出版总署对进口游戏版号的审批仍然较为谨慎，去年一整年只发布了三批共98款进口游戏版号，今年也只是在3月发放了一批33款进口游戏版号。值得一提的是，去年12月，版署向韩国手游《魔灵召唤》发放了版号，这是版号改革以来第一款获批的韩

国手游。韩国作为具备较为成熟的游戏产业的国家之一，过去几年也积累了一批口碑不错的精品游戏，如果相关游戏在未来陆续引进，可能对国内游戏市场贡献一定程度的增量。

图 10 近期版号发放数量



数据来源：国家新闻出版署官网 上海证券研究所

### 2.3 精品化游戏厂商话语权提升，优化新游发行策略

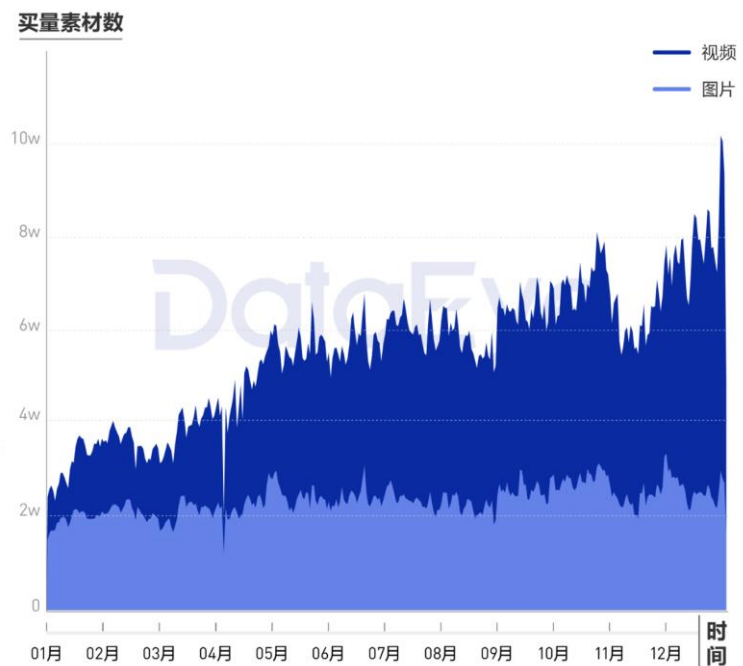
手机游戏的主要分发渠道经历了多次变迁，先后依次有第三方手机应用商店、以硬核联盟为代表的手机厂商系应用商店、以微信为代表的超级 App、再到以抖音为代表的短视频平台崛起。目前，除早期的第三方应用商店日趋衰弱外，后三者仍然是游戏获取新用户的主要来源。

伴随着用户红利见顶，版号下发收紧造成精品化游戏内容越发稀缺的大背景下，有精品游戏研发能力的厂商话语权有所提升，并致力于优化其新游发行策略。近期一些精品游戏研发商为优化获客成本所广泛采用的发行模式为：1、游戏首发上线登录苹果 AppStore，安卓端仅上线 Taptap 等不参与流水分成的渠道及官方服务器。与此同时，采买广告流量用以游戏推广，并将用户直接引导至游戏官方服务器。为保证能够获取足够的广告流量用以推广，厂商一般会覆盖字节系及（或）腾讯系 App，其中又以抖音受到了更多厂商的青睐。2、在游戏运营一段时间后再登陆其它安卓手机应用商店，从而尽可能地扩大用户覆盖群体。游戏厂商之所以采用这样的发行策略主要是因为一方面安卓端手机应用商店的分成比例高达 50%，成本较高；另一方面，买量市场的获客成本同样已上升至较高水平，虽然初期的 ROI 仍然较优，但随着获客数量级的提升，付费能力强的用户占比降低，买量的性价比也将逐步降低。综合来看，只有将买量与渠道相结合的发行策略才是较优的选择。

长期来看，国内安卓端应用商店渠道的分成比例有望下调。在海外市场，头部两大渠道之一的谷歌宣布将于7月1日下调其旗下应用商店 Google Play 前 100 万美元收入内的分成比例至 15%，超过 100 万美元部分维持 30% 分成。在国内，安卓应用商店接受单个产品的分成比例谈判，前有《梦幻西游》，后有《原神》，其在安卓渠道的分成比例已下调至 30%。在未来，预计厂商与从用市场获取的增量客户数量将进一步降低，或迫使渠道主动降低分成比例。

买量市场竞争加剧，厂商通过差异化产品高效获取用户。进入 2020 年，游戏行业买量竞争进一步加剧。根据 DataEye 统计的数据，2020 年手游买量市场整体素材投放量同比增长 96.55%，其中图片素材投放量同比增长 11.11%，基本趋于稳定；短视频素材投放量同比增长 240%，已成为游戏营销的竞争核心。

图 11 买量素材数趋势图



数据来源：DataEye 上海证券研究所

我们认为，推动买量素材数爆发式增长的原因很大程度上可以归结于近年来超休闲游戏的迅速崛起及其在买量市场上的大规模买量推广所致。而考虑到程序化买量中用户的高度标签化以及轻度游戏与重度游戏实际买量出价的价差，两者买量投放的目标用户群体可能存在一定偏差，互相间未必构成直接竞争关系。对中重度游戏的买量成本影响相对较大的因素仍然是同一档期同类竞品游戏的数量及其投放力度。那么，如果游戏产品本身与市场中的既有产品具备显著差异性，那么其吸量能力、买量的性价比可能显著优于



市场平均水平，近期在市场上大获成功的吉比特系的《一念逍遥》、《提灯与地下城》就是差异化战略成功的典范。

根据 Liftoff 《2020 移动游戏应用程序报告》显示，从全球买量市场的成本变化情况来看，受疫情影响，广告的有效展示量、广告的实际点击率等指标均有所上升（其中也有超休闲游戏的用户点击率相对较高的贡献），结果全球买量市场的单用户安装成本及单用户注册成本均有所下滑。但单用户首次内购成本却有所上升，我们推测，这是由于疫情红利后玩家结构变化，大批轻度游戏玩家逐步开始尝试中重度游戏，但其付费习惯的培育尚需要一定时间，导致买量带来的新增用户付费率/付费水平有所下滑，也是造成此轮广义上的买量成本上升的主要原因。

整体来看，买量市场竞争加剧使得一批同质化程度高、品质一般的游戏的生存压力放大，而追求精品化、差异化的游戏在宣发上具备一定优势。

图 12 全球游戏应用程序平均获客成本



数据来源：Liftoff 上海证券研究所

## 2.4 精品游戏提升玩家付费水平，关注厂商技术积累

随着游戏行业人口红利基本耗尽，驱动行业增长的关键因素转变为提升用户的付费水平。

2020 年，《原神》上线后大获成功，其收入水平一度达到了此前仅有《王者荣耀》、《PUBG》等大 DAU 游戏才能到达的水平，大大提升了精品化重度游戏的用户付费水平上限，起到了良好的示范作用，带动多家游戏厂商争相效仿，高品质手游的立项数量大幅增加，游戏行业有望迎来新一波精品游戏浪潮。

根据 Sensor Tower 数据显示，自 9 月 28 日上线以来，米哈游出品的《原神》迅速成为全球最受欢迎的游戏之一，并在 30 天内取得 2.45 亿美元收入。（该数据不包含中国大陆第三方安卓市场）。

在这一期间,《原神》超越了腾讯的《王者荣耀》、《PUBG Mobile》等产品,成为了全球收入最高的移动游戏。在今年3月,游戏累计流水超10亿美元,游戏上线后仅花费了不到6个月时间就达成了这一里程碑,是全球市场中是耗时最短的一款产品。

我们认为,《原神》的成功首先在于其具备极高的美术水平,其次,游戏采用的开放世界大地图探索这种时下流行的玩法以及足够的系统深度,也是促使其成功的重要保障。《原神》成功开拓国际市场的又一重要原因在于,《原神》既拥有主机游戏般的品质,又采用了手游的F2P模式,没有设置付费门槛,使得其在手机游戏玩家以及主机游戏玩家之间都具备了较强的吸引力,在覆盖了尽可能多的玩家群体的同时,也让部分付费能力强的玩家的付费潜力得到充分的释放。

从技术角度上看,要使得游戏达到接近《原神》的游戏品质一般有两种做法,一种是深度定制U3D,《原神》就是采用了这种做法;另一种是熟练运用Unreal4引擎及各项插件,如《PUBG》。这两种做法都是对市场上最主流的通用游戏开发引擎有着深厚的经验积累的表现,目前只有少数研发团队具备这一能力。由于这一类高品质游戏的研发具备较高的技术壁垒,需要更大的研发团队、更长的研发时间和更高的研发投入,短期来看将处于供不应求的状态,如完美世界、祖龙娱乐等在技术储备上基本达标的公司或从中受益。预计未来这类游戏将在头部游戏市场中占据不小的市场份额,同时游戏流水的天花板将显著高于其他同类产品。从产品端看,完美世界的《幻塔》可能基本达到了这一标准,游戏有望于年内上线。

图 13 原神首月流水



数据来源: SensorTower 上海证券研究所

图 14 幻塔游戏宣传图



数据来源: Taptap 上海证券研究所

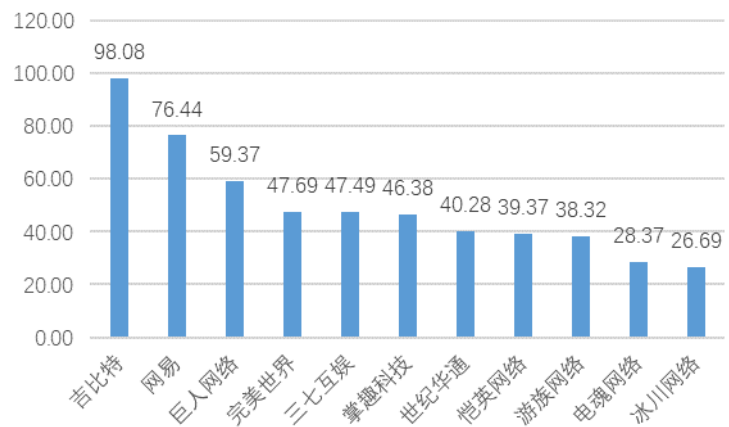
由于游戏市场人员流动性快,且具备高品质游戏研发水平的人员相对稀缺,上市公司研发人员的平均薪酬水平可以在一定程度上反映公司普通研发人员的技术水平。而高级研发人员则采取项目分

请务必阅读尾页重要声明



成，股权激励等方式深度绑定，其对新项目成功与否的影响更大，不可一概而论。

图 15 游戏公司人均研发开支（万元）



数据来源：Wind 上海证券研究所

## 2.5 苹果 IDFA 新政影响有待进一步观察

IDFA 新政对买量市场的影响尚有待进一步观察。4 月 26 日，苹果公司正式推出了 iOS14.5 版本，新版本中将更新苹果公司的隐私政策，要求开发者在获取用户设备的 IDFA（广告标识符）时必需取得用户的许可。IDFA 原先是苹果手机中唯一允许被用于广告的独立设备识别符，根据 AppsFlyer 的数据，新版本推送后，有超过 60% 的用户选择禁用 IDFA，这可能对包括买量在内的精准营销市场产生重大影响，影响可能主要来自以下两个方面：1、广告归因。归因指的是将某一设备的广告点击行为与用户下载行为相匹配，从而确认广告的真实有效性。iOS14.5 版本更新后，苹果公司推出了新的名为“SKAdNetwork”的广告工具来实现归因，但该工具仅发送一次数据回传且不包含时间戳，较难胜任数据分析等更深入的需求；2、建立用户标签。用户标签指的是利用 IDFA 将某设备可采集到的所有行为相关联，从而建立精确的用户画像并用于广告营销。iOS14.5 版本更新后将使得基于 IDFA 的效果广告准确度大打折扣，造成该类广告性价比显著下滑。

图 16 IDFA 作用原理



数据来源：“计算广告”公众号 上海证券研究所

截至目前，我们尚无法就 IDFA 新政对买量市场带来的影响给出明确的结论。一方面，目前更新到 iOS14.5 的用户比例还不到 15%，可以追踪到的数据还十分有限；另一方面，抖音、微信等超级 App 占用了国内用户大部分的手机浏览时间，这些超级 App 能够不受 IDFA 新政影响，仅凭借本身的会员体系来构建用户画像，挖掘高价值用户并用于广告投放。根据多家广告营销公司发布的数据报告显示，近期广告主在 iOS 端投放的广告开支小幅减少，而在安卓端的营销投入增长了 8.29% (Liftoff) 到 21% (Vungle)，但没有证据表明这会是一个长期的趋势，苹果端的高质量用户将会吸引广告主重新提升投放规模。

## 2.5 海外市场疫情红利持续，出海手游市占率持续提升

2020 年是国产手游出海的又一丰收年，中国自主研发的游戏在海外市场的销售收入在这一年首次突破千亿元大关，同比增长 33.25%，增速显著回升。从区域分布看，美国及日本两国是手游出海最主要的目标市场，分别占手游出海收入总额的 27.55% 及 23.91%。韩国及西欧诸国贡献的收入占比也较高。

图 17 中国自主研发游戏海外收入（亿美元）

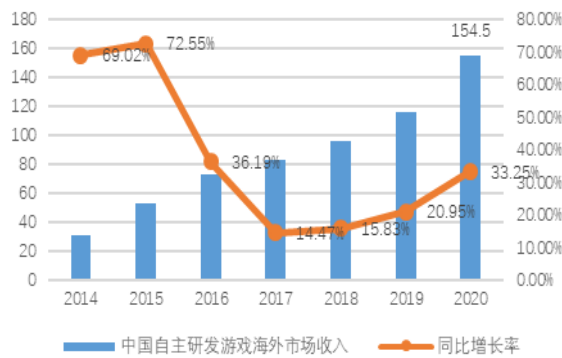
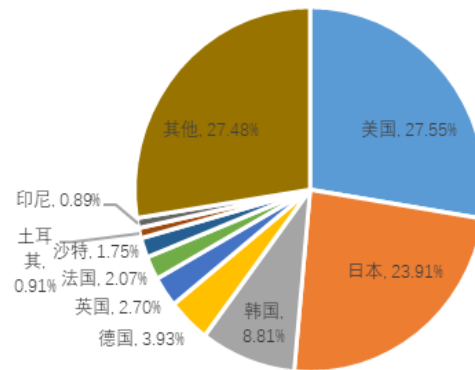


图 18 中国自主研发游戏海外收入区域占比



数据来源：GPC&中国游戏产业研究院 上海证券研究所

数据来源：GPC&中国游戏产业研究院 上海证券研究所

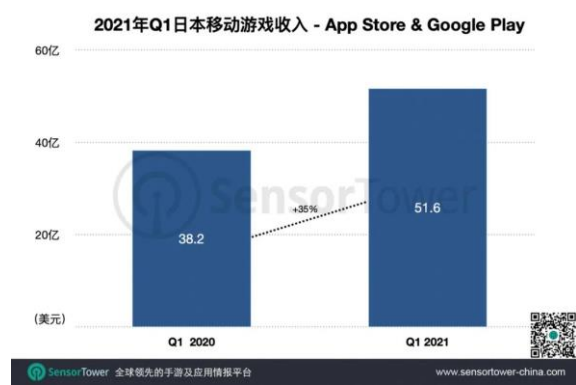
美国及日本两大海外游戏市场在 2020 年实现了高速发展，2021Q1 两大市场持续保持较快增速。根据 Sensor Tower，2021Q1 美国手游市场实现收入 61 亿美元，较 2019 年同期增长 34.1%，仍是海外最大的手游市场，占全球 App Store 和 Google Play 手游总收入的 27.5%。日本市场方面，2021 Q1 日本手游市场在 App Store 和 Google Play 的总收入达到 51.6 亿美元，同比增长 35%。

图 19 2021Q1 美国移动游戏市场收入



数据来源：Sensor Tower 上海证券研究所

图 20 2021Q1 日本移动游戏市场收入

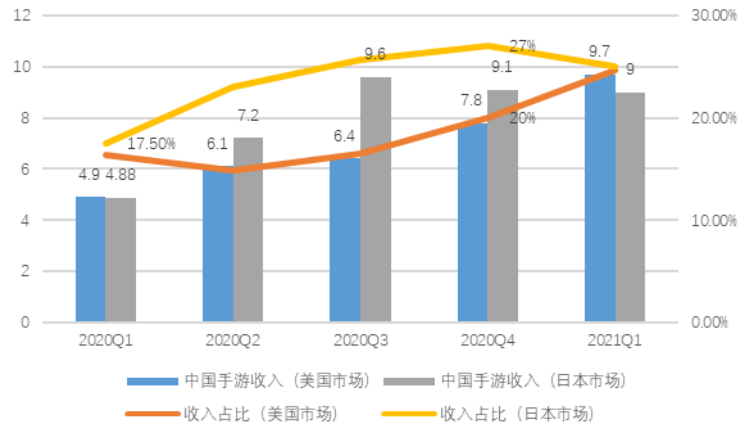


数据来源：Sensor Tower 上海证券研究所

中国手游在美、日两国的市占率整体上呈持续攀升态势。在美国 iOS 及 Google Play 畅销榜 Top100 的产品中，来自中国的产品在 Q1 实现收入 9.7 亿美元，收入占比接近 25%，环比提升约 5 个百分点，收入增长超过美国市场整体，显示国产手游在美国具备强有力的竞争力，表现尤其亮眼的是 IGG《王国纪元》，其收入同比增速达 209%，作为一款已经运营多年的 SLG 手游，这一增速是十分惊人的；在日本畅销榜 Top100 手游中，Q1 国产手游取得收入 9 亿

美元，市占率略微下滑至 25%，主要是因为伴随着《尼尔手游》、《赛马娘》的陆续上线，日本本土游戏企业提升了其在日本的市场份额。

图 21 美国、日本 Top100 手游中中国游戏收入占比



数据来源：SensorTower 上海证券研究所

## 2.6 暑期档新游戏产品丰富，有望提升业绩弹性

根据我们的统计，在上市公司层面已有约 15 款游戏正式确定了上线时间，将于暑假前后陆续上线。此外还有多款游戏暂未确定具体的上线时间，但很可能也将于 Q3 上线。其中不乏等较重磅的产品，如吉比特《摩尔庄园》、完美世界《梦幻新诛仙》三七互娱《斗罗大陆：魂师觉醒》、恺英网络《刀剑神域黑衣剑士：王牌》等，有望为相关公司带来可观的业绩增量。

表 3 近期部分重点新游戏上线时间表

游戏名称	游戏类型	预计上线日期	游戏厂商
圣斗士星矢：正义传说	挂机	6.22	万达电影
斗罗大陆：魂师觉醒	卡牌	7.9	三七互娱
复苏的魔女	像素风 RPG	6.23	吉比特
摩尔庄园	模拟经营	6.1	吉比特
元能失控：远征	Roguelike	7.15	电魂网络
魔神英雄传	卡牌	6.23	恺英网络
梦幻新诛仙	RPG	6.25	完美世界
刀剑神域黑衣剑士：王牌	MMORPG	6.8	恺英网络

最终幻想：勇气默示录 幻影战争	RPG	6.24	金山软件
真三国无双 霸	ACT	7.15	中手游/腾讯
学院偶像祭：群星闪耀	音乐养成	5.28	世纪华通
七雄纷争	SLG	6.3	快手
一起来飞车 2	竞速	6.1	快手

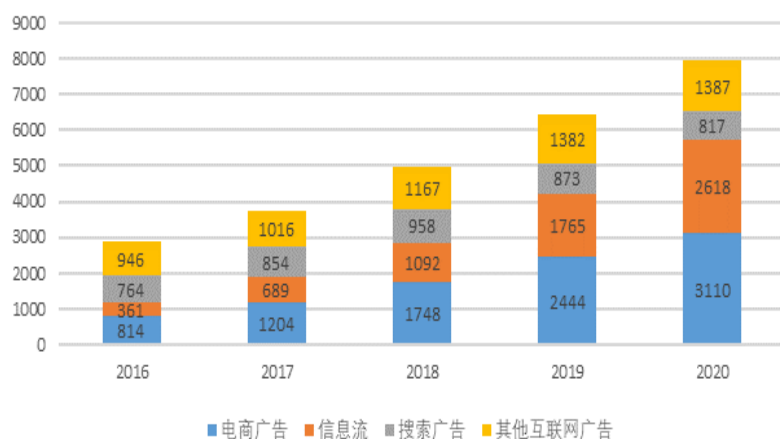
数据来源：AppStore、TapTap、公司公告 上海证券研究所整理

### 三、营销：持续短视频化，关注品牌自播、梯媒

#### 3.1 互联网广告市场持续增长，增量来自短视频及直播

根据艾瑞咨询数据，2020 年广告市场总规模 8996 亿元，网络广告市场规模 7932 亿，其中电商、信息流、搜索广告等典型的效果广告占比高达 80%。从趋势上看，推动互联网广告市场持续增长的新动能主要来自两个方面：1、营销内容的短视频化；2、电商直播渗透率的提升。

图 22 互联网广告市场规模（亿元）



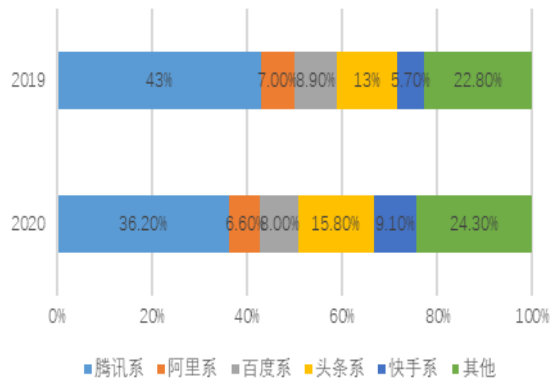
数据来源：艾瑞咨询 上海证券研究所

近年来，互联网巨头对用户时长的争夺愈发激烈。根据 Questmobile，截至 2020 年底，BAT 三家在中国移动互联网用户 APP 使用时长上的占比为 50.8%，相较于去年同期降低 8.1pct。而头条系及快手系产品依托短视频为主的产品形式实现用户时长份额的快速提升，用户市场占比分别同比增长 2.8pct、3.4pct 至 15.8%和

9.1%。

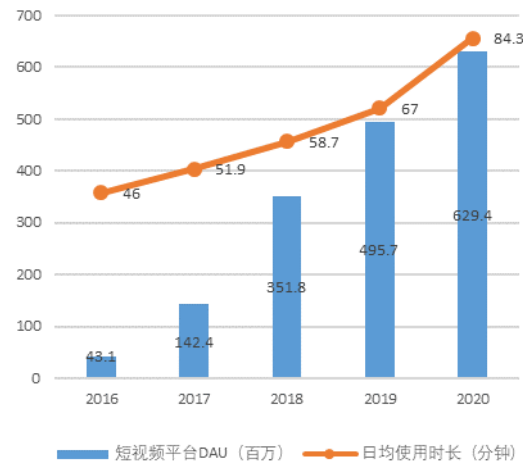
根据快手招股说明书，短视频平台 DAU 及用户日均使用时长均呈现高速增长势头。截止 2020 年，短视频平台 DAU 预计将达 6.29 亿人，用户平均使用时长增长至 84.3 分钟。

图 23 各巨头占据的用户时长比例



数据来源: QuestMobile 上海证券研究所

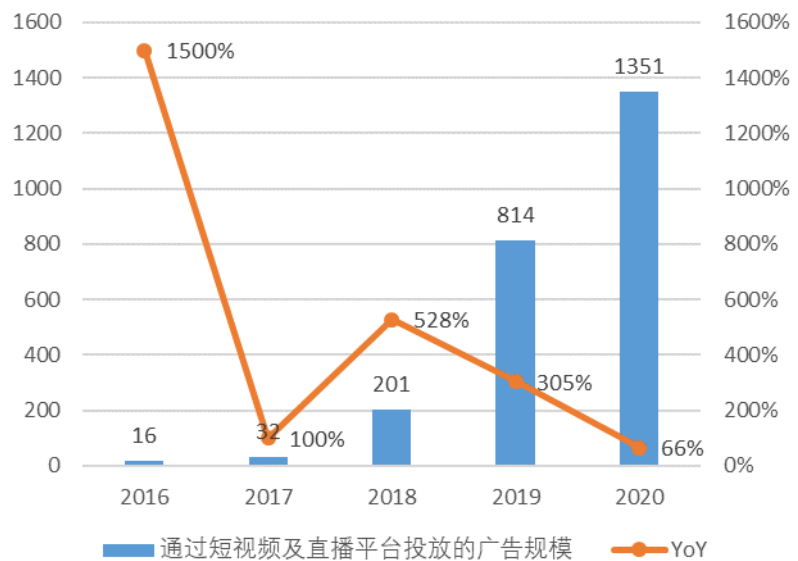
图 24 短视频平台 DAU



数据来源: 快手招股书 上海证券研究所

互联网广告的基础是流量变现，移动互联网流量向短视频平台集中，促使短视频平台的广告投放量大幅增加。2020 年通过短视频及直播平台投放的广告规模达 1351 亿元，同比增长 66%。此外，短视频内容更强的吸睛能力也使得大量传统文字或图片形式的广告内容转换至短视频模式。

图 25 短视频及直播平台投放的广告规模 (亿元)



数据来源: 快手招股书 上海证券研究所



作为新兴的大流量平台，抖音/快手原有的变现模式主要依靠广告及直播打赏。随着两者在流量争夺战中取得相对优势、平台规模实现进一步增长，抖音/快手开始探索多元化变现途径，而电商直播正是短视频平台探索新形式商业变现的重要突破口。

电商直播已经成为驱动互联网营销及电商零售额增长的重要动能。根据阿里研究院数据，电商直播市场在未来两年将维持 100% 左右增速，预计 2020 年电商直播市场规模有望达到 1.05 万亿元，市场渗透率由 2019 年的 4.1% 上涨至 8.6%；预计 2021 年电商直播市场将进一步增长至 2 万亿元，对应 14.3% 渗透率。从用户规模来看，截至 2020 年 6 月，电商直播用户规模已经达到 3.09 亿人，占网购用户的 41.26%。

图 26 电商直播市场规模 (亿元)

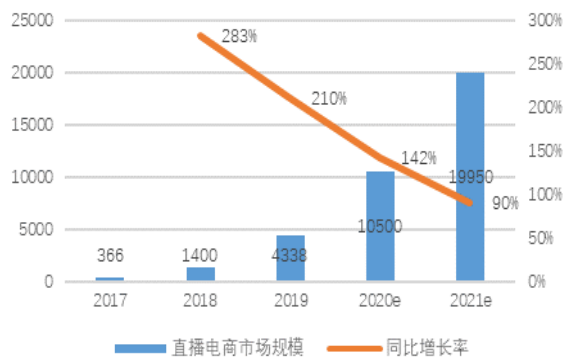
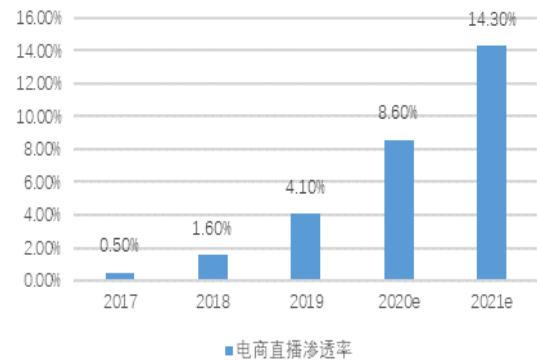


图 27 电商直播用户渗透率



数据来源：阿里研究院 上海证券研究所

数据来源：阿里研究院 上海证券研究所

我们认为，电商直播的兴起得益于多重原因。首先，宏观经济的下行压力、买量成本的提升，使得广告主关注的焦点从流量的获取变为流量的变现。电商直播能够直接带动销售额，具有比效果广告更为直接的变现能力；其次，直播带货从形式上看更容易制造热点，引发社会效应。对于品牌商而言，直播带货在直接实现流量变现的同时，也兼具一定的品牌推广功能，性价比较为突出；第三，直播带货指向性强，能够推动特定产品的清库存，是企业常规销售的有力补充。电商直播的兴起，也催生了新的流量采买需求，成为了促进互联网广告市场持续增长的重要源动力。

### 3.2 品牌自播快速增长，或成为电商直播新趋势

电商直播经过几年的发展，尤其是 2020 年疫情的催化，市场热度整体上处于较高水平。对于品牌商而言，传统模式的电商直播主要依靠头部主播/KOL 带货，这一模式能够在短时间内快速做大



GMV，营销效果立竿见影，投入产出比清晰。但是，在直播带货市场热度较高的情况下，高昂的坑位费、主播及平台分账比以及产品本身需低于市场价格的隐含条件使得品牌商的利润空间受到严重挤压，同时，这一模式使得流量向头部主播进一步集中，对于培养品牌认知度的效果并不理想。伴随着电商直播的常态化，品牌商将电商直播纳入长期营销投入的一环，不仅仅追求短期效益，也开始追求培养品牌认知度。在这一背景下脱颖而出的新形式电商直播就是品牌自播，所谓品牌自播指的是围绕品牌官方形象做账号自播或者店铺自播，主播可以使自身培养也可以由MCN机构提供，比起单一主播更多情况下是筛选出一个主播的矩阵，共同为品牌账号服务。品牌自播最初起源于淘宝店铺直播，而现阶段在抖音短视频等平台发展迅速。由于自播聚焦于自身产品，这一模式对于提升品牌认知度有着良好的效果。品牌自播用户的价格敏感度也相对较低，在服饰、家居、数码等领域都有着不错的表现。

目前，已有越来越多品牌及商家开始搭建自运营团队进行推广，目前自播号已占总带货场次2成左右，并仍在高速增长中。从销售额上看，根据飞瓜数据，品牌自播的销售额自2020年11月至今，单月销售额同比增长达122%。在开启品牌自播的品牌商中，店播号贡献的销售额占到品牌商总销售额的50%以上。

图 28 播主带货直播场次占比

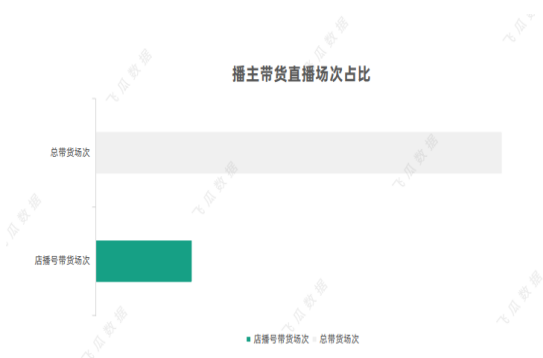
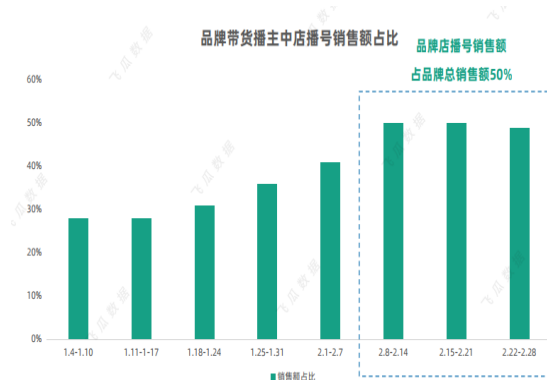


图 29 品牌带货播主店铺号销售额占比



数据来源：果集 上海证券研究所

数据来源：果集 上海证券研究所

部分品牌店播号已进入抖音主播榜单的前列。可以看到头部店铺直播账号销售额已达到周7000万元，同期抖音知名KOL罗永浩的销售额为1亿元左右，两者的销量已十分接近。目前，在品牌自播方面销量领先的品牌商包括周六福、太平鸟、欧莱雅、百丽、华为等，涵盖贵金属、女装、彩妆、鞋类、数码多个领域。

图 30 抖音店铺直播 Top20 (5.3-5.9)

排序	店铺名称	主营分类	销售额	销量	客单价	关联视频数	直播数	商品推广数
1	出处闲置奢侈品旗舰店	鞋帽箱包,珠宝配饰	7587.9万	2.5万	¥3,052	0	45	3941
2	芬香旗舰店	美食饮品,日用百货,家居家纺	7135.2万	35.5万	¥201	0	134	202
3	周六福旗舰店	珠宝配饰	6388.4万	31.0万	¥206	3	146	1516
4	BLUEDIAMOND旗舰店	厨卫家电,日用百货	3816.8万	0.3万	¥12,152	0	10	7
5	唯品会旗舰店	男装女装,鞋帽箱包,护肤	3563.6万	9.3万	¥381	33	325	2255
6	苏宁易购旗舰店	美食饮品,男装女装,珠宝配饰	3022.0万	24.7万	¥123	26	1143	1065
7	CSMALL珠宝首饰旗舰店	珠宝配饰,男装女装	2863.8万	8.2万	¥349	0	29	805
8	太平鸟女装旗舰店	男装女装,鞋帽箱包,珠宝配饰	2492.5万	11.7万	¥214	0	10	1346
9	上海新世界大丸百货旗舰店	护肤,彩妆,珠宝配饰	2308.4万	3.1万	¥740	2	2	135
10	TeenieWeenie旗舰店	男装女装,鞋帽箱包	2299.9万	5.3万	¥434	0	13	610
11	欧莱雅官方旗舰店	护肤,日用百货,彩妆	2201.3万	7.8万	¥281	5	10	105
12	奢品汇旗舰店	鞋帽箱包,珠宝配饰,书籍	2199.2万	0.4万	¥5,311	0	196	12510
13	酒仙网旗舰店	美食饮品,日用百货,其他	1890.4万	11.2万	¥169	7	422	827
14	晶咕女装旗舰店	男装女装,珠宝配饰	1696.2万	10.6万	¥160	2	7	202
15	Apple产品青橙数码旗舰店	手机数码	1659.9万	0.4万	¥3,911	0	9	30
16	百丽鞋类旗舰店	鞋帽箱包	1632.8万	4.0万	¥411	0	8	166
17	多燕瘦零食旗舰店	养生保健	1627.7万	9.5万	¥171	8	669	178
18	华生厨房电器旗舰店	厨卫家电,日用百货,手机数码	1397.4万	14.6万	¥96	1	59	227
19	华为官方旗舰店	手机数码,鞋帽箱包,汽车	1360.6万	0.4万	¥3,815	4	6	80
20	花西子官方旗舰店	彩妆,护肤	1333.0万	9.0万	¥147	19	507	90

数据来源：果集 上海证券研究所

抖音正大力扶持品牌自播，多家媒体报道称，抖音为扶持品牌自播，在2021年抖音电商跟品牌签署的年框中，明确提出企业自播部分的年框销售额返点将额外给出20%让利。基于高速发展的抖音电商，建议重点关注值得买等抖音电商服务商。

### 3.3 品牌推广再受重视，楼宇广告投放量快速增长

与效果广告相比，品牌广告的营销效果难以量化，但投放单价较低，因此广告主愿意为其投入一定的预算，从而达到多媒介同时覆盖的效果。此外，品牌广告的投放效果正如其名，不仅能促进产品销量，大规模、反复性的品牌广告投放还能够建立品牌形象，攻占用户心智，从而提升品牌后续产品在各个媒介的推广效果。综合来看，效果广告与品牌广告的合理搭配，才能使得公司的营销效果最大化。

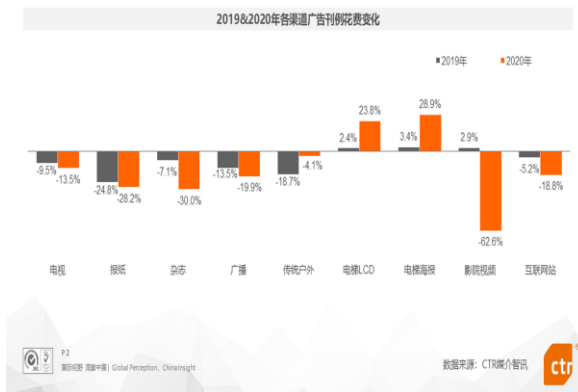
此前，短视频平台的蓬勃发展使得效果广告受到了广告主的高度重视，品牌广告则被相对低估。随着流量成本的快速走高，效果广告的投资回报率整体逐步降低，广告主重新开始重视品牌广告，尤其是楼宇广告这一媒介受到了众多广告主的青睐，广告投放量实现快速增长。

请务必阅读尾页重要声明

根据 CTR 数据，2020 年，受疫情影响，广告市场刊例花费同比下降 11.6%。但楼宇 LCD、楼宇海报的刊例花费逆势增长 23.8%、28.9%，增速较 2019 年显著增长，年增速创近 5 年来新高。

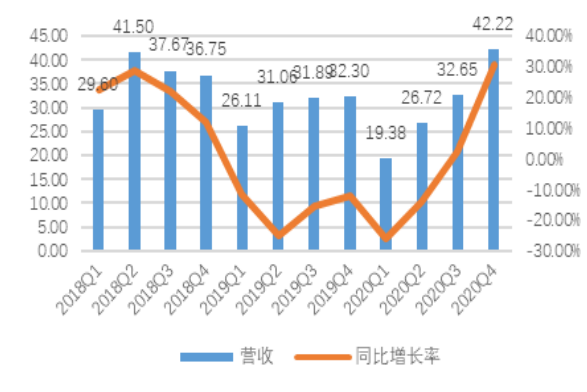
楼宇媒体龙头分众传媒在 2020 年下半年实现业绩快速复苏，2020Q4 单季度的收入达到近三年最高水平，同比增速达到 30%，业绩表现超市场预期。

图 31 2020 各渠道广告刊例花费



数据来源：CTR 上海证券研究所

图 32 分众传媒分季度营业收入（亿元）



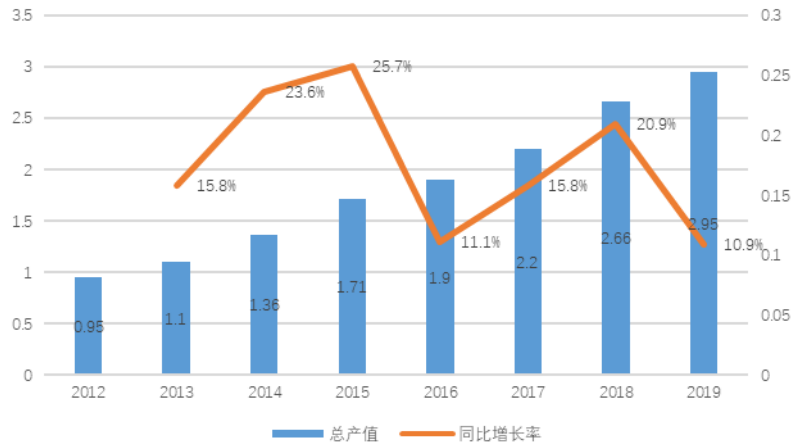
数据来源：Wind 上海证券研究所

## 四、体育：迎赛事大年，关注体育营销、体彩

### 4.1 体育产业总产值稳定增长，推进“体育强国”建设

我国体育产业总产值长期持续稳定增长。根据国家统计局、国家体育总局核算的数据，2019 年，我国体育产业总产值达到 2.95 万亿元，同比增长 10.9%。体育产业增加值达 1.12 万亿元，同比增长 11.6%。多年以来，我国体育产业总产值始终维持 10% 以上增速，若能够在未来维持这一增速，那么到 2025 年，我国体育产业总产值能够突破 5 万亿元，实现由《关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见》（即 46 号文）提出的阶段性目标。

图 33 中国体育产业总产值（万亿元）



数据来源：国家统计局 上海证券研究所

国家政策对体育产业持续大力扶持，加快推进“体育强国”建设成为“十四五”的重点工作之一：2019年8月，由国务院办公厅印发的《体育强国建设纲要》明确提出：到2020年，建立与全面建成小康社会相适应的体育发展新机制。到2035年，体育治理体系和治理能力实现现代化，全民健身更亲民、更便利、更普及，经常参加体育锻炼人数达到45%以上，人均体育场地面积达到2.5平方米，城乡居民达到《国民体质测定标准》合格以上的人数比例超过92%；青少年体育服务体系更加健全，身体素养极大提升；竞技体育综合实力和国际影响力大幅提升，体育产业成为国民经济支柱性产业。到2050年，全面建成社会主义现代化体育强国，人民身体素养和健康水平、体育综合实力和国际影响力居于世界前列。《纲要》的出台，为未来体育产业的发展提供了明确的指引。而在近期编制“十四五”规划的过程中，体育产业也获得了高度关注，频繁地成为各种高规格会议和重要文件聚焦的领域之一。其中，在国家发展改革委等四大部委联合印发的《关于扩大战略性新兴产业投资培育壮大新增长点增长极的指导意见》中还首次明确了体育是战略性新兴产业，体育是经济发展的新增长点和增长极。体育产业在“十四五”规模中所承载的重要地位由此可见一斑。

加速推进体教融合、提升中考体育分值成为近期体育相关政策发布的一项新的重点方向：2020年8月，国家体育总局和教育部联合印发了《关于深化体教融合促进青少年健康发展的意见》，随后在2020年10月，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于全面加强和改进新时代学校体育工作的意见》，强调要不断完善学校体育顶层设计。12月，国务院又批复成立体教融合部际联席会议机制。体育在中考中的占比有望进一步提升：到目前为止，全国各地都已经普遍推进了体育中考，近期，教育部体育卫生与艺术教育司司长

王登峰曾表示，将鼓励各地在未来逐渐提高体育中考分值，体育的分值将从 30 分提升至 100 分不等。

## 4.2 迎接体育赛事大年，关注体育营销、体彩

突如其来的新冠疫情使得诸多原定于 2020 年举办的大型体育赛事被迫延期，而从近期多项赛事已顺利实现复赛的情况来看，延期至 2021 年的多项赛事再次延期或取消的可能性较小，明后两年，诸多大型体育赛事将轮番举办，成为历史上难得一见的体育赛事大年。就目前各大赛事官网初步确定的时间表来看，预计将于 2021 年召开的大型赛事包括世俱杯、欧洲杯、美洲杯、奥运会等，预计于 2022 年召开的大型赛事包括冬奥会、世界杯及其预选赛、亚洲杯等。除这些关注度较高的综合型/足球赛事外，还有多项世锦赛单项赛事预计将在以上大型赛事的歇赛期穿插进行。其中，延期至今年 2 月的足球世俱杯已经在观众人数 30% 限制的基础上顺利举办，为未来两年各项重大赛事的举办开了一个好头。

我们认为，体育营销及体彩两大细分赛道的公司能够充分分享此轮赛事红利。

**表 4 2021/2022 国内外大型综合型/足球赛事开赛时间**

赛事名称	开赛时间	举办地
世俱杯	2021.2	卡塔尔
欧洲杯	2021.6	欧洲 12 城市
美洲杯	2021.6	阿根廷/哥伦比亚
奥运会	2021.7	日本东京
全运会	2021.9	西安
冬奥会	2022.2	北京
世界杯亚洲区预选赛	2022.3/6	亚洲各国
亚运会	2022.9	杭州
世界杯	2022.11	卡塔尔

数据来源：各大赛事官网 上海证券研究所整理

体育营销方面，大型体育赛事的营销周期较长，赞助商的招商工作可能提前数年进行，但也有部分重要营销资源的招商工作会持续到赛事召开前不久。具体到这届东京奥运会，涉及金额较大的赞助商招商事宜已经基本结束，但是涉及运动员、球队的赞助仍有机会。尤其是在这一届奥运会，国际奥委会修改了《奥林匹克宪章》「Rule 40」，首次允许参加奥运会的运动员、代表队工作人员和其他代表队工作人员，可以按照国际奥委会执行委员会确定的原则，在奥运会期间将其姓名、照片或者体育赛事用于广告宣传。这意味着所有奥运参赛队伍和参赛选手的潜在广告价值将得到显著提高，



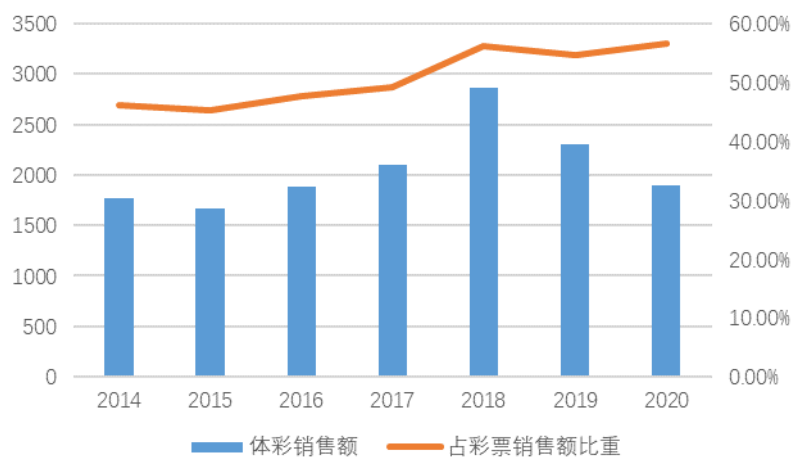
体育营销中介可以运作的赞助合同范围大大扩展。此外，央视对于奥运会转播权的分销工作尚未开展，围绕流媒体转播权分销及转播页面广告资源的招商也是未来赛事营销的一大看点。

在国内，面向 2022 年北京冬奥会赞助商的招商工作正在持续进行中，截至目前，北京 2022 年冬奥会和冬残奥会各层级赞助企业已经增加至 38 家。北京冬奥会市场开发的另一项重磅计划，特许经营活动也取得了良好的进展，目前北京冬奥会已陆续签约特许生产商 27 家，覆盖 15 大类别的产品开发和生产工作。到 2021 年 10 月起，北京冬奥会将转为赛时运行阶段。

国内体育赛事营销公司中，万达体育（万达集团旗下）、双刃剑（当代文体旗下）等公司具备丰富的国际大型赛事营销经验，有望在未来几年的赛事营销过程中充分受益；元隆雅图拥有冬奥会贵金属、徽章、钥匙扣以及毛绒玩具等多个重要品类的生产设计及销售资质，冬奥会相关特许品销售业绩在年内已有初步体现。

体彩方面，每逢重大赛事年，体彩销量便有望实现大幅度增长。我国体彩销售额的峰值出现在 2018 年，前一届世界杯在这一年举办。受赛事刺激，当年的体彩销售额达 2869 亿元，同比增长 36.82%。此后两年，体彩年销售额迅速回落。未来两年，密集的大型体育赛事排期有望带动体彩销售额再创新高。

图 34 中国体育彩票销售额（亿元）



数据来源：财政部 上海证券研究所

中体产业是 A 股体彩板块的核心公司。公司于去年下半年完成了对体彩相关子公司的收购并表事宜。其中，公司收购的中体彩科技是国家体彩中心的核心技术提供方，负责中国体彩系统的开发与日常维护工作，也是国内唯一一家具备体彩数据集成、乐透数据分析、能够开展乐透及高频体彩游戏研发与建设的公司；其另一家收

购标的中体彩印务是国内仅有的两家即开型体彩供应商之一。（另一家是鸿博股份）

表 5 中体彩产业收购标的概况

标的	收购比例	主营业务	交易价格 (万元)	营业收入 (万元)
中体彩科技	51%	中国体育彩票核心技术系统的研发和运营维护	62490.72	24308.50
中体彩印务	30%	中国体育彩票电脑热敏票的生产印制、即开型体彩印刷及市场运营与销售系统运营维护	25806.87	10950.90
国体认证	62%	体育用品认证及认证衍生服务	14943.23	3421.70
华安认证	100%	第三方体育设施检测服务等	2484.23	1147.80

数据来源：公司公告 上海证券研究所

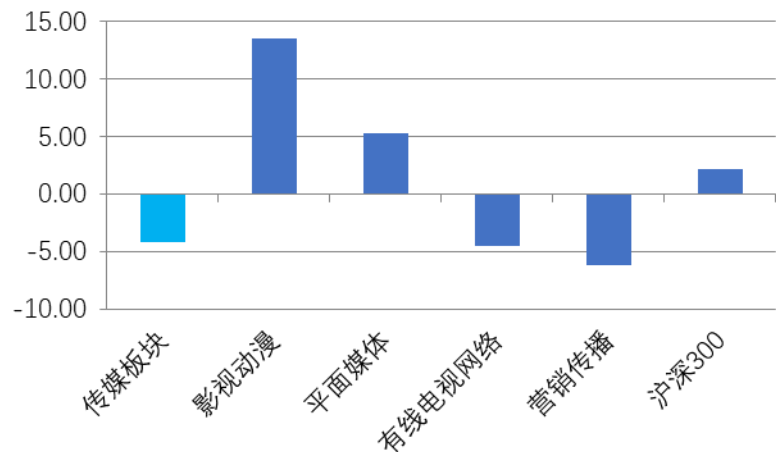
## 五、 行业表现及估值

### 5.1 年初至今板块表现落后于沪深 300 指数。

截止到 5 月 28 日，传媒板块整体下跌幅度为 4.17%，各子板块中，影视动漫、平面媒体分别上涨 13.58%、5.30%；有线网络、营销传播分别下跌 4.48%、6.19%，传媒板块整体表现落后于沪深 300 指数，同期沪深 300 指数上涨 2.11%。



图 35 2021 年初至今传媒板块表现落后于沪深 300 指数 (%)



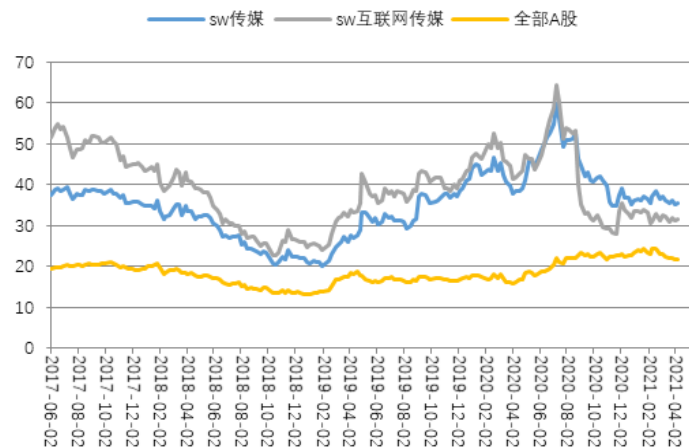
数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

## 5.2 相对估值水平回归中位区间。

从行业整体的历史市盈率看, sw 传媒指数目前的市盈率 30.51 倍, 板块估值低于去年同期水平, 处于近五年来相对低位水平。其中, sw 文化传媒板块的估值为 41.17 倍, sw 互联网传媒板块估值 31.38 倍, 均处于历史低位。

从传媒板块与 A 股整体估值水平的偏离度看, 目前与 A 股的偏离度为 1.48 倍, 处于近三年来低位, 前一低点出现在 2019 年 2 月的 1.45 倍。从相对估值水平看, 过去一段时间传媒板块回吐年内涨幅, 板块的相对估值水平回归历史低位。疫情影响消退后, 我们看好线下文娱景气复苏及线上文娱新业态持续发展, 维持传媒行业“增持”评级。

图 36 传播与文化产业历史市盈率(TTM, 整体法)



数据来源: Wind 上海证券研究所

## 六、 重点关注公司

**万达电影：**公司是国内院线行业龙头企业，拥有先进的连锁院线管理服务模式，疫情中公司加速布局，进一步提升了市占率。看好疫情过后电影市场回暖及公司的影视产品储备。我们预测 2021-2022 年公司每股收益为 0.75 元和 0.88 元，维持“谨慎增持”评级。

**中国电影：**公司是国内电影行业龙头企业，拥有发行和渠道优势。看好海外影片进口逐渐恢复正常，发行业务回暖。我们预测 2021-2022 年公司每股收益为 0.50 元和 0.60 元，维持“谨慎增持”评级。

**吉比特：**公司作为游戏研发及运营企业，旗下雷霆游戏运营平台目前运营了《问道手游》、《一念逍遥》、《不思议迷宫》、《地下城堡 2》等多款移动游戏，现有游戏保持了较高的运营效率。重磅产品《摩尔庄园》即将推出。我们预测 2021-2022 年公司每股收益为 19.85 和 22.65 元，维持“增持”评级。

**完美世界：**公司在 MMORPG 领域竞争力强，产品丰富，是公司中短期业绩增长的有力保障。从长远看，公司在尖端游戏技术方面的积累使得公司在拓展新品类、布局云游戏等方面具备一定优势，未来业绩想象空间广阔。我们预测公司 2021-2022 年每股收益分别为 1.29 元、1.61 元，维持“增持”评级。

**宝通科技：**公司双主业并行的发展势头良好。游戏业务保持自身在韩国、港澳台等地区领先优势的同时，成功拓展在日本、欧美等一线市场的市场份额，并发展自研产品。工业互联网板块业绩持续向好，未来新产能的投产以及智能输送全栈式服务的更多场景落地有望进一步提升公司业绩。我们预测公司 2021-2022 年每股收益分别为 1.41 元、1.68 元，维持“增持”评级。

**值得买：**公司作为内容型电商导购的龙头企业之一，其商业模式和变现路径成熟，用户规模及业绩增长稳健。星罗等新业务发展势头迅猛，预计将继续带来可观的收入增量。预计 2021-2022 年每股 EPS 分别为 2.36 元、3.02 元，维持“谨慎增持”评级。

## 七、 风险提示

1. 相关行业发展政策落实情况低于预期。
2. 疫情影响线下娱乐。
3. 游戏行业市场竞争加剧。
4. 5G 网络推广进程低于预期。
5. 新兴文娱产品对传统文娱的冲击加剧。

## 分析师声明

滕文飞、胡纯青

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。