



开源证券

顺应政策，拥抱变革，重启成长

传媒互联网行业2022年度投资策略

姓名 方光照（分析师）

证书编号：S0790520030004

邮箱：fangguangzhao@kysec.cn

姓名 林瑶（联系人）

证书编号：S0790121020003

邮箱：linyao@kysec.cn

2021年11月22日

## 1. 2021年复盘：业绩逐渐从疫情影响中走出，政策监管或成为影响板块收益率及估值的重要影响因素

2021年前三季度，疫情影响或逐步消除，线下娱乐活动逐步恢复，六大二级传媒行业基本均实现营业收入同比正增长；从细分板块归母净利润同比增速来看，游戏板块于2021Q3回正，或出现向上拐点，影视板块亦逐季提升。2021年初以来，各领域的监管及规范政策频出，对于互联网、在线教育、游戏、影视等领域的严监管对板块估值一度形成压制，但在监管措施落地后估值出现修复。政策或仍将成为影响行业增长空间、商业模式和竞争格局的重要变量。

## 2. 2022年投资策略：聚焦“游戏、电商、体育”三大投资主线

**游戏：**（1）监管政策的预期或已落地，叠加头部游戏公司储备的精品游戏后续上线，或驱动新一轮增长。（2）中国手游海外市场份额持续提升，游戏出海或带来可观增量。（3）随着技术与内容双端的发展和5G的进一步推广，云游戏或已进入高速增长期。（4）游戏有望成为元宇宙最早落地的场景，元宇宙或成为2022年游戏行业估值提升的重要催化剂。

**电商：**（1）短视频都已成为互联网重要应用，商业化基础已夯实。（2）直播电商GMV与渗透率快速增长，已从传统电商的补充转变为主流的网络零售模式。（3）抖音和快手基于流量优势，已构建起完整的直播电商生态；视频号基于微信生态体系，商业化潜力大。（4）直播电商进一步带动店播产业链发展，提高代运营门槛，头部代运营服务商或更能充分享受直播电商增量红利。

**体育：**（1）2021年国家明确将实施全民健身战略，或拉动健身器材、服务等市场需求。（2）2022年北京冬奥会等多项中国本土举办的国际体育大赛将召开，赛事营销、传播、观赛消费等产业链各环节或持续受益，本土赛事广告主赞助投放热情或更高，给广告平台及相关营销代理公司有望带来业绩增量。

## 3. 重点推荐及受益标的

游戏重点推荐完美世界、吉比特、心动公司、创梦天地、姚记科技，受益标的包括腾讯控股、网易-S、三七互娱、SEA、盛天网络、浙数文化；电商重点推荐快手、值得买、壹网壹创，受益标的包括腾讯控股、微盟集团、中国有赞；体育重点推荐元隆雅图，受益标的包括舒华体育、分众传媒。

**4. 风险提示：**行业政策监管趋严风险；游戏版号政策具有不确定性；直播电商GMV增长不及预期风险。体育大赛能否如期举行具有不确定性。

# 目录

## CONTENTS

1

业绩复盘：逐渐从疫情的影响中走出

2

市场复盘：政策监管或成为影响板块收益率及估值的重要变量

3

2022年投资策略：聚焦“游戏、电商、体育”三大投资主线

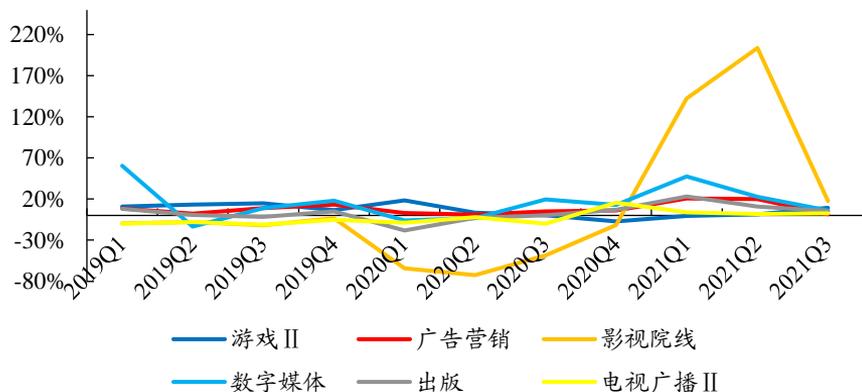
4

风险提示

从细分板块营业收入增速来看，2021年前三季度，六大传媒二级行业基本均实现营业收入同比正增长。或由于疫情影响逐步消除、线下娱乐活动逐渐恢复，以及2020年营业收入的低基数效应，2021年前三季度，传媒六大细分板块的总营业收入增速基本均已转正。其中，数字媒体和广告营销板块保持相对较强的营业收入增长势头；游戏板块2021Q2及Q3在疫情导致的高基数效应下，仍实现同比正增长；影视院线板块亦逐步从疫情影响中恢复，成为2021年前三季度营业收入同比增速最高的板块。

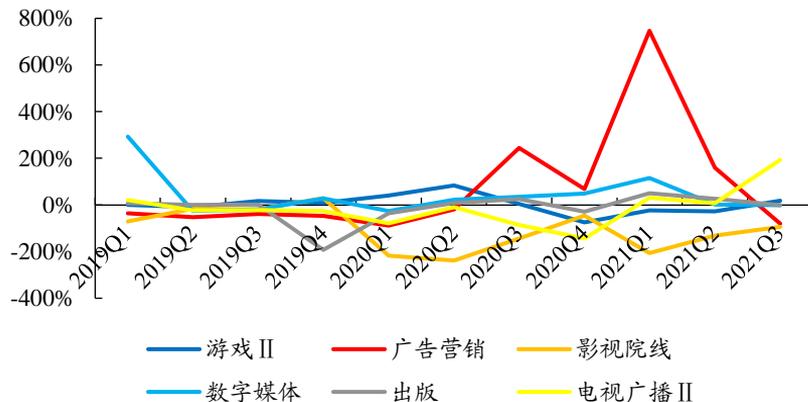
从细分板块归母净利润增速来看，游戏板块同比增速于2021Q3回正，影视板块同比增速亦逐季回升。游戏板块归母净利润同比增速自2020 Q4以来体现逐季回升的趋势，并于2021Q3回正，达到18.57%，业绩明显修复，或出现向上拐点；影视院线板块归母净利润依然受到疫情反复带来的影院关停及内容供给不足的影响，同比增速仍未回正，但逐季提升；广告营销及数字媒体板块归母净利润同比增速2021年以来呈逐季下降趋势，或由于2020年高基数效应，也映射了消费需求端承压。

图1：2021Q1-Q3，六大二级传媒子行业营业收入增速基本均已回正



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2021Q3，仅游戏和电视广播板块实现归母净利润同比正增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

# 目录

## CONTENTS

1

业绩复盘：逐渐从疫情的影响中走出

2

市场复盘：政策监管或成为影响板块收益率及估值的重要变量

3

2022年投资策略：聚焦“游戏、电商、体育”三大投资主线

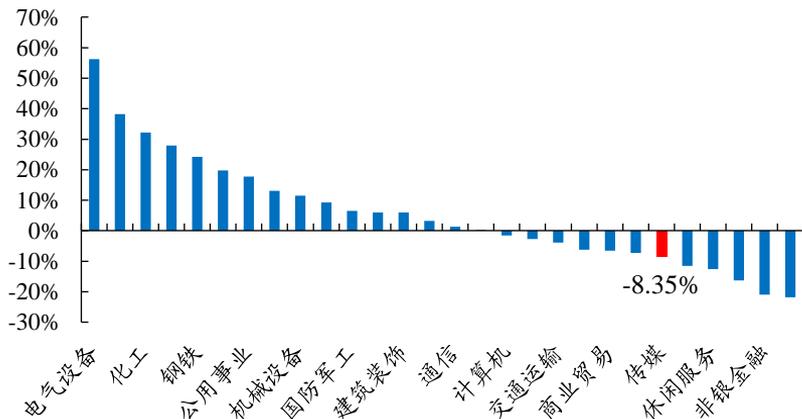
4

风险提示

**市场表现：**涨幅在各一级行业中靠后。2021年1月1日至11月17日收盘，一级传媒指数下跌8.35%，涨幅位列28个一级行业内的第23位，仅高于房地产、非银金融和家用电器等五个行业。

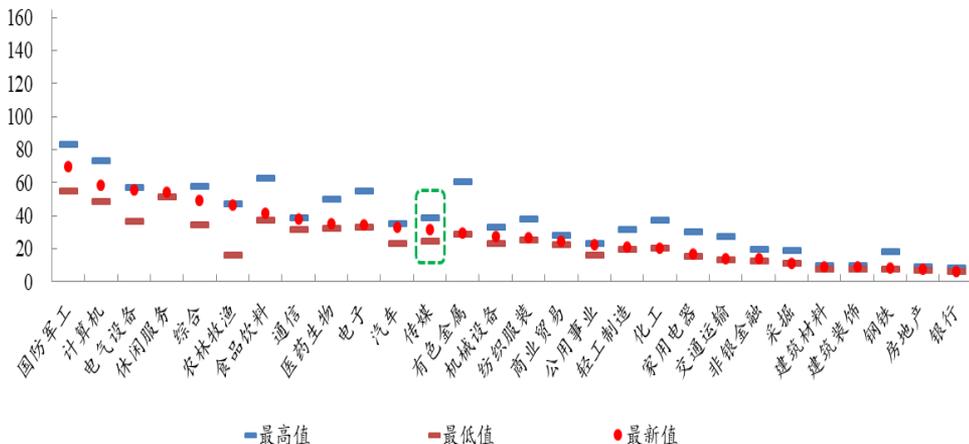
**估值水平：**2021Q4出现修复，当前位于2021年内中部位置。2021年1月1日至2021年11月17日收盘，一级传媒行业的PE（TTM）位于24.5-38.5倍之间。或由于元宇宙概念的催化，2021年8月底起，一级传媒行业的跌幅有所收窄，估值有所提升。2021年11月17日，其PE（TTM）为31.52倍，位列28个一级行业中的第12位。

图3：2021年至今，一级传媒板块下跌8.35%



数据来源：Wind、开源证券研究所（截至2021年11月17日收盘）

图4：一级传媒行业的PE（TTM）目前位于2021年以来的中部位置



数据来源：Wind、开源证券研究所（最新值日期为2021年11月17日）

2021年，各领域的相关监管及规范政策陆续出台，对于互联网、在线教育、游戏等领域的严监管或成为板块收益率及估值的重要因素。我们认为，传媒行业各领域或面临监管常态化趋势，政策依然将成为影响未来几年行业增长空间、商业模式和竞争格局的重要变量，复盘政策监管对于2021年部分细分板块的影响或具有重要意义。

**互联网：**平台经济反垄断、数据安全相关的监管政策不断出台，板块估值于2月达2021年内峰值后，一路回落。由于中国互联网公司多于港股、美股上市，因此我们采用[HK]互联网指数（887613.WI）对互联网板块的估值情况进行分析。

2021年1月3日-2021年2月17日，港股互联网板块估值整体保持上升态势，随后持续下跌，目前[HK]互联网指数的PE（TTM）已回落至2021年以来的较低位置。

**分时间点来看：**2月7日，《国务院反垄断委员会关于平台经济领域的反垄断指南》正式颁布并于同日实施，随后互联网板块估值在短时间内攀升。3月23日，国家互联网信息办公室等四部门明确“移动互联网应用程序运营者不得在未经用户同意情况下收集非必要个人信息”，多数互联网企业估值显著下跌。

4月13日，阿里巴巴、京东、拼多多等34家中国互联网企业被要求在一个月内进行全面自查，整改期后再发现强迫实施“二选一”等违法行为，一律依法从重从严处罚。此后，7月份互联网领域事件频发：7月4日，国家互联网信息办公室通知应用商店下架“滴滴出行”App；7月7日，市场监管总局对互联网领域22起违法实施经营者集中案件立案调查，其中22起违法案件涉及阿里巴巴、腾讯控股、苏宁易购等公司；7月10日，国家市场监督管理总局禁止虎牙和斗鱼的合并案；7月16日，国家七部委联合进驻滴滴，开展网络安全审查；7月24日，市场监管总局依法对腾讯控股作出责令解除网络音乐独家版权等处罚，腾讯控股的股价在7月26日-7月28日内下跌8.7%，[HK]互联网指数的PE（TTM）快速下降。

8月13日，全国人大常委会法工委通报了个人信息保护法草案（三审稿）的六方面修改情况，其中对于App过度收集用户个人信息、“大数据杀熟”等情况进行针对性规范。9月1日，《数据安全法》和《关键信息基础设施安全保护条例》正式施行，《个人信息保护法》也在11月1日正式施行。在平台经济反垄断、数据安全相关的监管政策不断出台背景下，互联网板块估值不断下行，或逐步反映市场对于监管给互联网公司未来盈利前景所带来的预期影响，监管政策对于估值的边际影响或逐步下降。

图5：港股互联网指数的PE（TTM）自2021年2月起持续下跌

3月23日，国家互联网信息办公室等四部门明确移动互联网应用程序运营者不得因用户不同意收集非必要个人信息，而拒绝用户使用APP基本功能服务，将自5月1日起施行。

3月24日，上海市市场监督管理局发布了2021年第11期省级食品安全抽检信息。饿了么、美团等生鲜电商所售海鲜再次检出镉超标。

涉及标的：美团、腾讯控股等

5月17日，北京市教委印发《北京市教育委员会关于检查校外培训机构发现问题的通报》。通报中新东方等多家机构被点名。

涉及标的：新东方等

7月4日，国家互联网信息办公室通知应用商店下架“滴滴出行”App，要求滴滴出行严格按照法律要求认真整改。

7月7日，市场监管总局对互联网领域22起违法实施经营者集中案件立案调查，其中22起违法案件涉及阿里、腾讯、苏宁易购等公司。

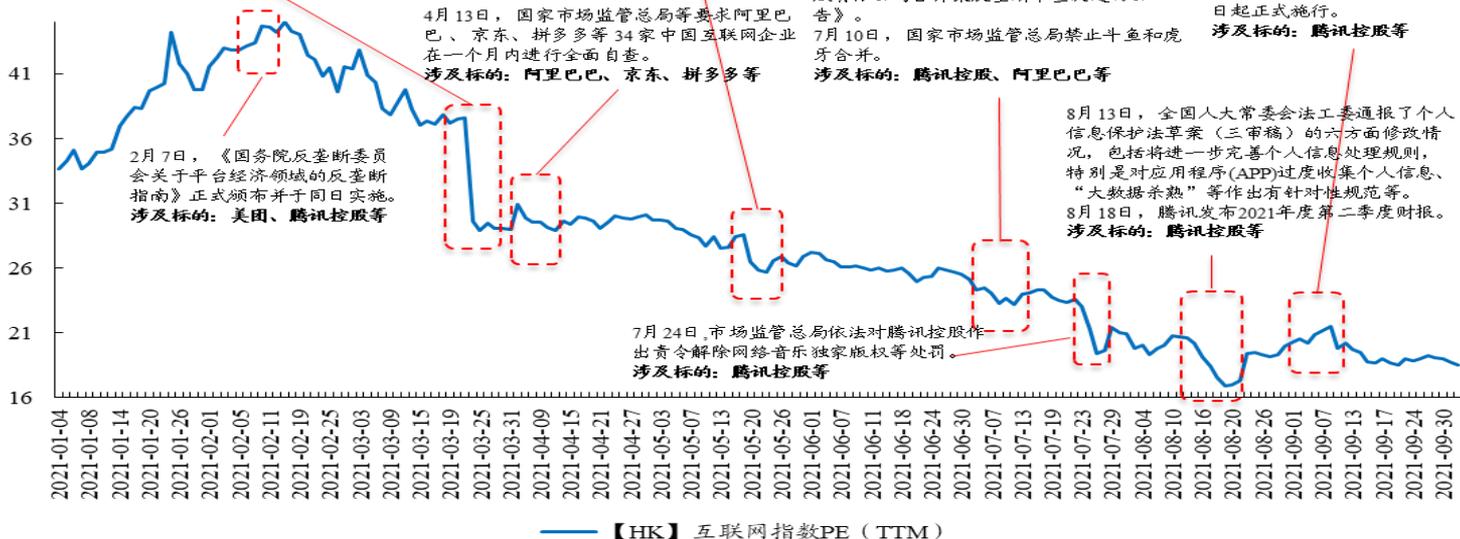
7月8日，腾讯收到国家市场监督管理总局作出的《关于禁止虎牙公司与斗鱼国际控股有限公司合并案反垄断审查决定的公告》。

7月10日，国家市场监督管理总局禁止斗鱼和虎牙合并。

涉及标的：腾讯控股、阿里巴巴等

9月1日，《数据安全法》和《关键信息基础设施安全保护条例》正式施行，《个人信息保护法》紧随其后，将在11月1日起正式施行。

涉及标的：腾讯控股等



数据来源：Wind、新浪科技、国家市场监督管理总局、北京市教委、上海市市场监督管理局、开源证券研究所

**游戏：**严格的未成年人防沉迷政策落地前，收益率一路下行，落地后迎来触底回升。我们选取三七互娱、世纪华通、完美世界和吉比特四家公司，针对其2021年以来的累计涨跌幅对游戏板块进行分析。3月15日，中宣部出版局下发《游戏审查评分细则》，自4月1日起开始更为严格审查游戏。4月2日，教育部印发《关于进一步加强中小学生睡眠管理工作的通知》，要求每日22:00到次日8:00不得为未成年人提供游戏服务，对于未成年人的游戏时间开始进行限制。自6月起，四大头部游戏公司的股价基本均呈下跌趋势。8月3日，经济参考报发文《网络游戏长成数千亿产业》，《王者荣耀》被央媒点名，随后四大头部游戏公司股价均显著下降。8月30日，国家新闻出版署正式下发关于未成年人防沉迷网络游戏的通知，监管方面靴子落地，四大公司股价此后触底回升，并随业绩的修复及元宇宙的催化，估值持续修复。

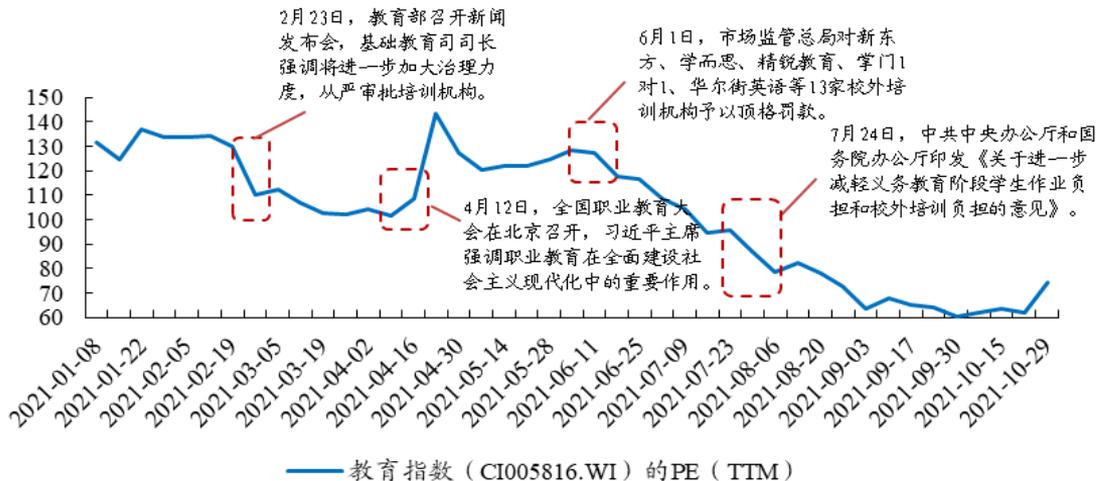
图6：2021年6月-8月，四家头部游戏公司的股价均呈下跌趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

**教育：“双减”政策出台对K12领域影响较大，职业教育或迎来政策红利。**（1）**K12教育方面**：2021年3月底，央视开始停播在线教育广告；5月开始，国家对于校外培训机构进行严格审查并对违规机构进行罚款。7月24日，中共中央办公厅等印发《关于进一步减轻义务教育阶段学生作业负担和校外培训负担的意见》，要求不再审批新的义务教育阶段学科类校外培训机构，现有学科类培训机构统一登记为非营利性机构，线上学科类培训机构重新办理审批手续，学科类培训机构一律不得上市融资，或对于校外培训行业产生较大影响；7月23日至8月6日，教育板块的PE（TTM）迅速下降17.77%。（2）**职业教育方面**：4月12日，全国职业教育大会在北京召开，习近平主席强调要加快构建现代职业教育体系；10月12日，中共中央办公厅等印发了《关于推动现代职业教育高质量发展的意见》，再次明确职业教育重要地位；两次重要大会召开和文件出台之后，教育板块估值均有所提升。

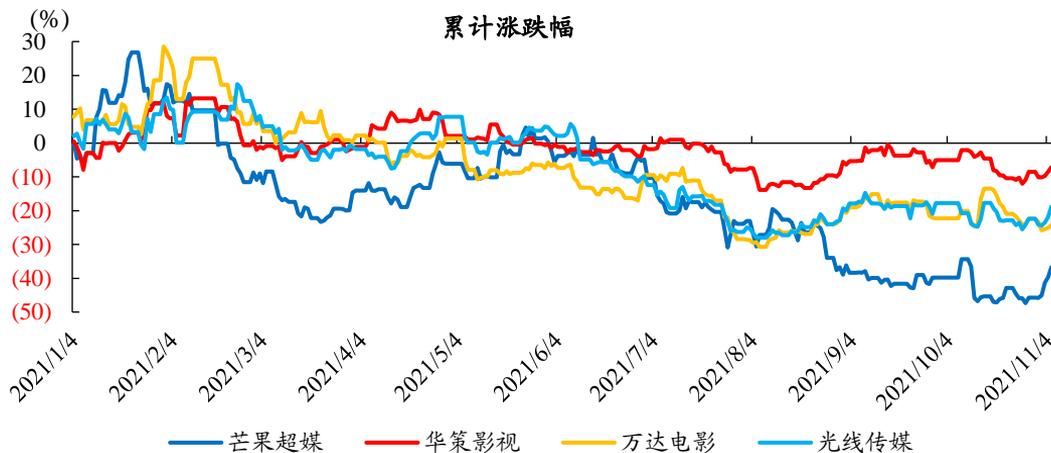
图7：2021年6月-8月，四家头部游戏公司的股价均呈下跌趋势



数据来源：教育部、市场监管总局、中共中央办公厅、开源证券研究所

**影视：**国家加大对于“饭圈”等乱象的清算行动，对板块收益率和估值产生影响。我们选取芒果超媒、万达电影、光线传媒和华策影视四家公司，针对其2021年以来的累计涨跌幅对影视板块进行分析。4月9日，爱奇艺、腾讯视频等5家视频平台联合53家影视公司及15家影视行业协会声明将对网络上针对影视作品内容未经授权进行剪辑等行为，发起法律维权行动。8月25日，中央网信办发布《关于进一步加强“饭圈”乱象治理的通知》(以下简称《通知》)，提出持续解散以控评为主题的粉丝社区和群组；9月2日，中宣部印发《关于开展文娱领域综合治理工作的通知》，针对文娱至上等问题提出多方面的解决措施；9月9日，中国消费者协会发文对于视频平台的VIP会员服务和超前点播机制进行了批评。针对“饭圈”乱象的整治及视频平台会员服务的监管对相关影视公司股价收益率和估值均产生了影响，但在监管措施落地后，估值亦迎来修复。

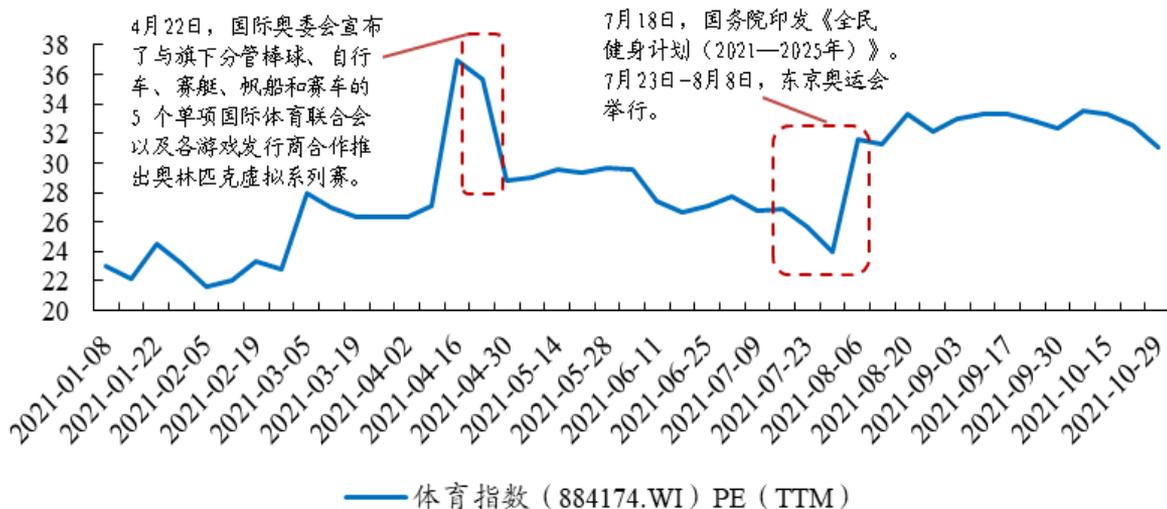
图8：2021年至今，四大头部影视公司的股价呈下跌趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

**体育：大赛年叠加政策支持，推动板块估值走高。**2021年，体育板块的PE（TTM）虽波动较大，整体呈上行趋势。6月12日和6月14日，延期后的2020年欧洲杯及美洲杯足球赛分别开幕；7月18日，国务院印发《全民健身计划（2021-2025年）》，支持健身设施供给、赛事活动组织等细分赛道的优质企业发展；7月23日东京奥运会成功召开，体育指数的PE（TTM）于7月30日至8月13日上涨30.49%。10月19日，《中华人民共和国体育法（修订草案）》明确国家将实施全民健身战略，构建全民健身服务体系；学校必须开设体育课，保证体育课时不被占用，并拟定每年8月8日为国家体育节，坚定鼓励全民健身。

图9：政策支持助力体育板块的PE（TTM）2021年整体上行



数据来源：国际奥委会、国务院、Wind、开源证券研究所

# 目录

## CONTENTS

- 1 业绩复盘：逐渐从疫情的影响中走出
- 2 市场复盘：政策监管或成为影响板块收益率及估值的重要变量
- 3 2022年投资策略：聚焦“游戏、电商、体育”三大投资主线
- 4 风险提示

## 3.1.1、“未成年人防沉迷”政策落地，游戏公司估值或见底

“未成年人防沉迷”政策落地，游戏企业积极配合防沉迷工作。2021年8月，国家新闻出版署下发了《关于进一步严格管理切实防止未成年人沉迷网络游戏的通知》，要求严格限制向未成年人提供网络游戏服务的时间，所有网络游戏企业仅可在周五、周六、周日和法定节假日的每日20时至21时，向未成年人提供1小时服务。为了响应《关于进一步严格管理切实防止未成年人沉迷网络游戏的通知》，进行行业自律自省，中国音数协游戏工委与213家游戏企业共同发起了《网络游戏行业防沉迷自律公约》，其中包括腾讯控股、网易、完美世界、三七互娱等头部游戏公司，各游戏公司也纷纷积极配合《通知》要求，完善游戏内防沉迷机制。

未成年人收入占比较小，未成年人游戏时长减少对游戏收入影响有限。根据头部上市游戏公司披露的未成年人流水占比，“未成年人防沉迷”政策的落地或对整体流水及收入的影响较小。

表1：头部游戏公司未成年人游戏收入占比较小

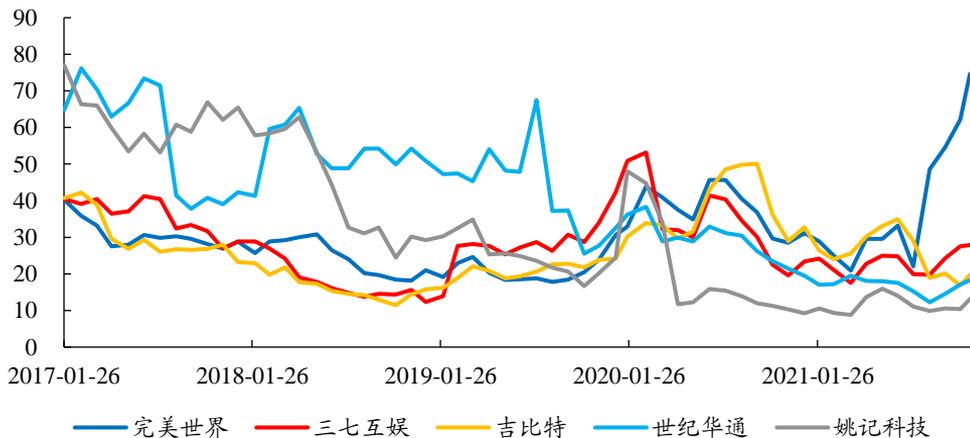
公司	发布时间	未成年人游戏收入占比情况
腾讯控股	2021Q2	16岁以下玩家流水占比2.6%。
哔哩哔哩	2021H1	18岁以下用户占B站游戏的收入的1%左右。
中手游	2021H1	8岁以下的未成年玩家对中手游中国游戏的收入占比约为0.026%
完美世界	2021H1	来自未成年人的收入在总收入占比极低。
三七互娱	2021.08	近一年国内未成年人（18岁以下）充值流水占比低于万分之五。
世纪华通	2021H1	盛趣自营平台18岁以下注册用户总流水占比小于0.01%。
吉比特	2021.09	2021年8月未成年人充值金额占雷霆游戏平台总充值金额的比例为0.14%。

资料来源：各公司公告、开源证券研究所

## 3.1.1、“未成年人防沉迷”政策落地，游戏公司估值或见底

游戏公司估值仍处于2018年以来的底部区间，向上修复空间或已打开。近期由于“未成年人防沉迷”政策的落地以及8月份以来未发放新一批版号，市场对游戏行业监管的影响仍有所担忧。同时，2020年受疫情影响游戏行业迎来高速增长，形成较高基数，2021年疫情缓和之后游戏行业重回正常增速，同比增速较2020年有所下滑。综合以上各种因素，A股游戏公司估值有所回落，重回2018年以来的底部区间。2021年8月，国家新闻出版署正式下发关于未成年人防沉迷网络游戏的通知，监管靴子落地，并随游戏公司三季报业绩改善以及元宇宙的催化，游戏公司估值迎来触底回升。在游戏版号恢复发放以及2022年游戏行业即将迎来产品大年的预期下，游戏公司估值有望持续修复。长期来看，游戏出海、云游戏或成为游戏行业的重要增量，元宇宙或成为2022年游戏行业估值提升的重要催化剂。

图10：A股主要游戏公司估值有所回落后，迎来触底回升



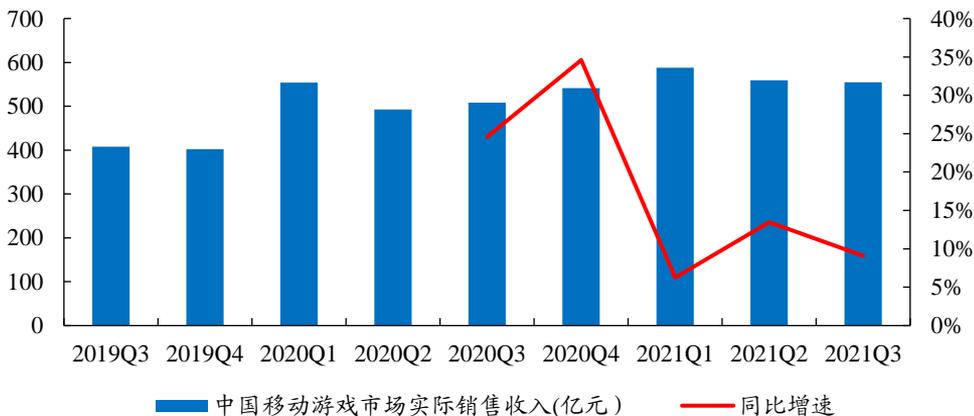
数据来源：Wind、开源证券研究所

## 3.1.2、2022年新产品大年，或驱动新一轮增长

2021Q3中国手游市场规模同比增长9.09%，新产品对收入增长贡献显著。根据伽马数据，2021Q3中国移动游戏收入达554.69亿元，同比增长9.09%，主要系Q2末期上线的《梦幻新诛仙》以及Q3上线的《斗罗大陆：魂师对决》、《金铲铲之战》、《哈利波特：魔法觉醒》等新游带来流水增量。

龙头公司精品游戏储备丰富，上线后有望贡献业绩增量。用户红利逐渐消失、存量用户竞争主导下，游戏精品化趋势明显。头部游戏依托创新性的游戏玩法、精美的画面呈现效果、持续的版本迭代、有创意的运营活动等因素在畅销榜排名持续领先，用户进一步向头部集中。腾讯、网易、完美世界、吉比特、心动网络等公司精品游戏储备丰富，2021Q4及2022年上线后有望贡献业绩增量。

图11：中国移动游戏市场收入持续增长



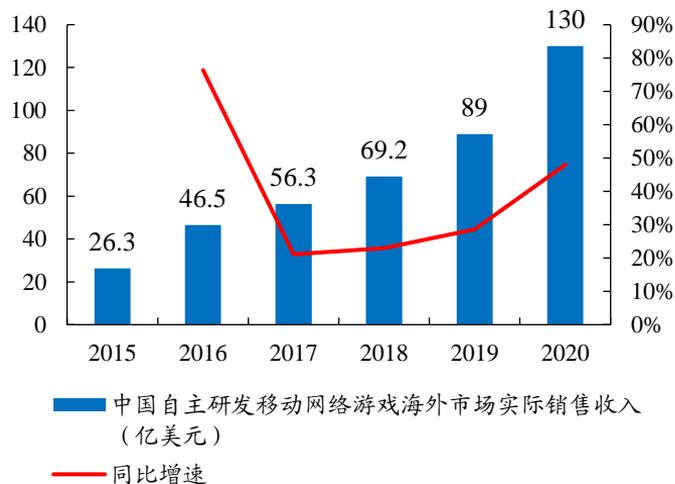
数据来源：伽马数据、开源证券研究所

## 3.1 游戏：政策落地、新产品、全球化等多因素或驱动新一轮增长

### 3.1.3、出海、云游戏打开游戏行业长期成长空间

国产游戏出海进程加快，海外收入快速增长。根据伽马数据，2020年中国移动游戏出海收入达到130亿美元，同比增长48%，一方面系受全球疫情影响，游戏成为海外用户重要的娱乐刚需，另一方面，也受国内产能需要释放的推动，大量游戏企业把目光瞄准海外。根据Newzoo数据，2020年全球移动游戏市场规模为869亿美元，2018年至2020年三年间国产游戏出海收入增速均超过全球市场规模增速，意味着国产手游出海进程加快，在全球的市场份额不断提升。海外市场正持续为国内游戏公司特别是龙头公司贡献业绩增量。

图12：中国手游出海收入快速增长



数据来源：伽马数据、开源证券研究所

图13：2020年全球手游市场规模869亿美元

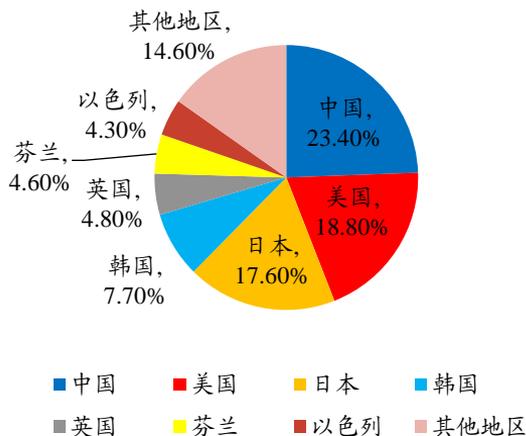


数据来源：Newzoo、开源证券研究所

## 3.1.3、出海、云游戏打开游戏行业长期成长空间

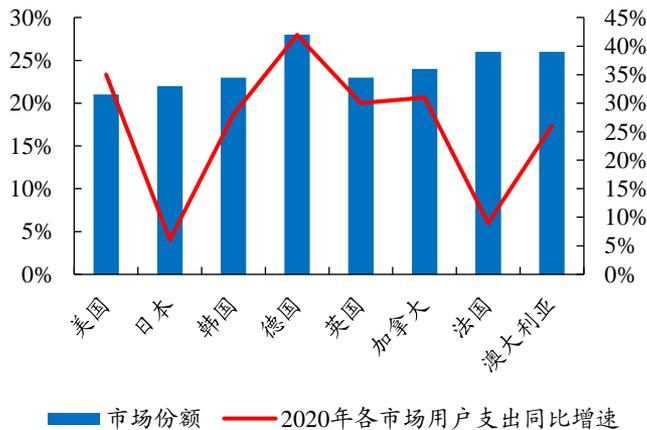
中国移动游戏海外市场份额已成全球第一，但增长空间仍大。根据Google和App Annie联合发布的《2021年移动游戏出海洞察报告》，2021年上半年中国移动游戏开发商在海外的市场份额达到23.4%，超越美国和日本，成为全球第一。中国移动游戏海外市场份额自2017年的10%提升至2021H1的23.4%，4年间提升了13.4个百分点，随着各厂商产品精品化程度及海外发行能力的不断提升，中国厂商有机会在海外游戏市场获得更多的份额。分市场来看，中国移动游戏发行商在美国、日本、德国、英国、加拿大等高用户支出市场的市场份额均超过20%，同时这些市场用户支出保持着较快年同比增速，在中国厂商海外市场份额保持不变的情况下，海外各市场的增长也能持续为国内厂商贡献增量流水和利润。

图14：2021H1中国移动游戏开发商海外游戏市场份额达到23.4%



数据来源：《2021年移动游戏出海洞察报告》、开源证券研究所

图15：2021H1中国移动游戏发行商在高用户支出市场的市场份额均超过20%



数据来源：《2021年移动游戏出海洞察报告》、开源证券研究所

## 3.1.3、出海、云游戏打开游戏行业长期成长空间

“多元化+本土化+IP化”成为出海大势所趋，腾讯、网易或更具优势。当前游戏出海的类型越来越多元化，除了RPG、MOBA、SLG等国内厂商出海传统优势品类，射击类、模拟经营类和休闲游戏等也在快速发展，具备更完备研发管线与产品能力的腾讯和网易或不断抢占新的出海市场机会；由于各国的宗教信仰、文化、习俗等差异，游戏出海对厂商本地化发行及运营能力的要求不断提高，具备资金、品牌、规模优势的大厂如腾讯、网易或通过搭建本地团队、成立海外子公司或工作室等方式，精耕细作每一个细分区域，从而不断扩大在全球游戏发行市场的份额；此外，打造IP成为降低获客成本的重要方式，优质IP有助于国内厂商快速打开国际市场，腾讯、网易作为中国游戏的领军者，在头部IP储备方面亦有明显优势，《精灵宝可梦》、《哈利波特》、《漫威》、《使命召唤》、《英雄联盟》等全球知名IP或帮助腾讯、网易不断拓展海外市场，海外游戏收入有望成为腾讯、网易业绩的重要驱动力。

表2：腾讯控股、网易的IP游戏产品丰富

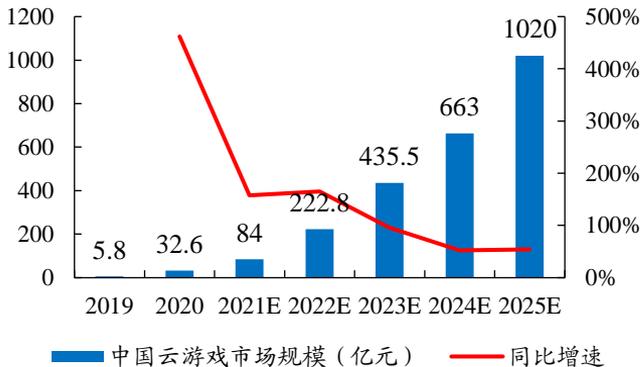
公司名称	IP	合作产品
腾讯控股	魔力宝贝	魔力宝贝手机版
	精灵宝可梦	宝可梦大集结
	PUBG	PUBG Mobile
	DNF	DNF手游
	英雄联盟	英雄联盟手游
	英雄联盟	英雄联盟电竞经理
	使命召唤	使命召唤手游
	暗黑破坏神	暗黑破坏神不朽
	精灵宝可梦	宝可梦大探险
	哈利波特	哈利波特：魔法觉醒
网易	EVE	星战前夜：无尽星河
	指环王	指环王：崛起战争
	漫威	漫威：超级争霸战

资料来源：各公司官网、开源证券研究所

## 3.1.3、出海、云游戏打开游戏行业长期成长空间

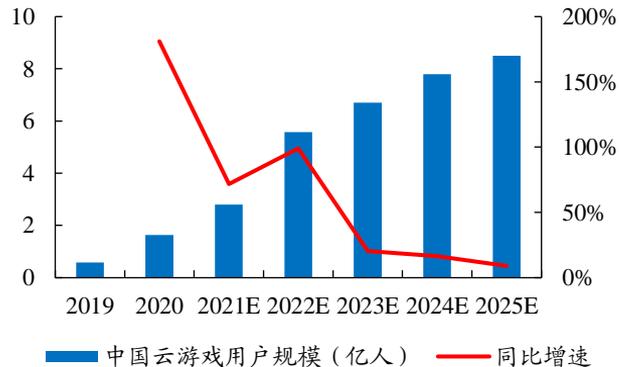
用户对云游戏接受程度不断提高，云游戏市场规模或已进入高速扩张期。云游戏因需要在云端和用户端之间进行大量的数据和信息传输，对网络有较高的要求，5G的商业化应用为云游戏的推广提供了网络基础。根据工信部数据，截至2021年8月，国内5G基站总数达103.7万个，2021年1-8月，国内5G手机的总出货量达到1.68亿部。另外，云游戏解决的是用户受制于软硬件限制而无法满足的重度体验需求，各云游戏平台内容和体验的提升也是云游戏被接受程度不断提高的重要原因。随着高速网络的进一步普及，服务器和带宽成本的下降，以及云游戏特别是原生云游戏内容的丰富，云游戏市场或进入高速增长期，带动游戏行业整体增速提升。根据《云游戏产业发展白皮书（2020）》数据，2020年国内云游戏市场规模约32.6亿元，同比增长462.07%，预计2023年将达到435.5亿元，2020-2024年市场规模CAGR为82.67%。2020年云游戏用户约1.63亿人，同比增长181.03%，预计2023年将达到6.7亿，2020-2024年用户规模CAGR为82.67%。

图16：《云游戏产业发展白皮书（2020）》预测2023年中国云游戏市场规模有望达到435.5亿元



数据来源：《云游戏产业发展白皮书（2020）》、开源证券研究所

图17：《云游戏产业发展白皮书（2020）》预测2023年中国云游戏用户规模有望达到6.7亿



数据来源：《云游戏产业发展白皮书（2020）》、开源证券研究所

## 3.1 游戏：政策落地、新产品、全球化等多因素或驱动新一轮增长

### 3.1.3、出海、云游戏打开游戏行业长期成长空间

云游戏推动游戏产业链重构，弱化渠道能力，利好精品游戏研发商。云游戏摆脱了终端硬件的束缚，其免配置、无下载、广连接等特性有利于拓展现有游戏推广模式，最终导致传统渠道商业价值下降。在内容端，云游戏打破了用户终端的性能限制，使得优质、大型的游戏产品更易获得或体验更好，这加强了游戏精品化的趋势。当前云游戏还处于发展的初始阶段，存量游戏云化仍是主流，游戏厂商的受益方式主要是通过将游戏云化拓展更多用户。随着云游戏产业链各个链环技术、生态的成熟，云原生游戏或成为云游戏最终发展形态，先行具备精品原生云游戏研发能力的厂商或可获得更大的增量市场。

表3: 游戏公司云游戏布局

公司	云计算服务	内容研发	云游戏平台	终端硬件
腾讯控股	腾讯云·云游戏解决方案	《王者荣耀》 《和平精英》	腾讯先游 START	腾讯云游戏客厅娱乐终端 腾讯极光盒子
网易		《逆水寒》 《天谕》	网易云游戏平台	
完美世界		《诛仙2》在研 《新神魔大陆》 《神雕侠侣2》		
顺网科技	顺网云技术		云电脑 云玩平台	云玩盒子
盛天网络	易乐游云服		随乐游	

资料来源：各公司官网、开源证券研究所

## 3.1 游戏：政策落地、新产品、全球化等多因素或驱动新一轮增长

### 3.1.3、出海、云游戏打开游戏行业长期成长空间

云游戏与5G、VR/AR等技术的结合，或催生新的游戏市场业态。目前VR及AR游戏在行业内仍处于小众地位，受技术要素制约，用户市场还没有得到充分扩展。而云游戏将渲染过程从本地迁移至云端完成，极大地降低了VR/AR游戏体验必需的头显设备性能要求，设备价格将不再成为阻挡用户的门槛，市场或迎来快速增长。同时在5G甚至未来6G的助力下，更可降低传输延迟，进一步提升游戏体验，拓宽用户群体。

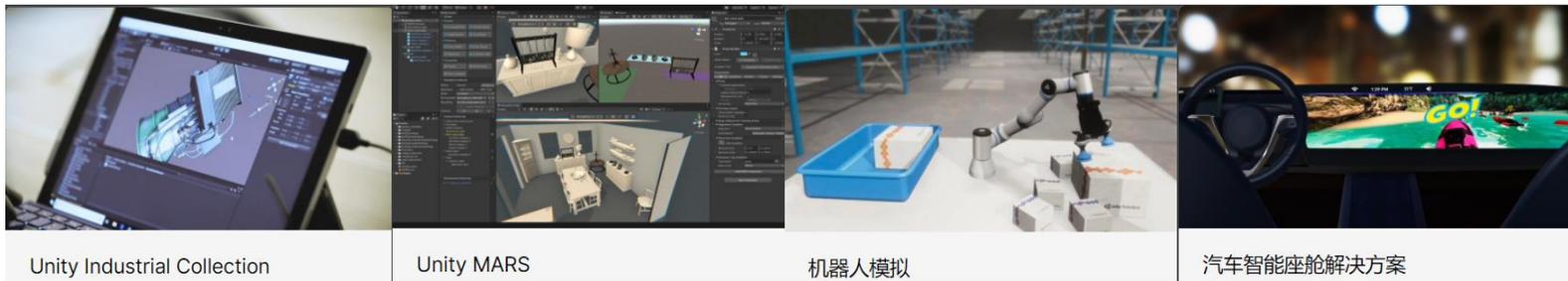
云游戏符合元宇宙随时随地接入的特性，有可能成为搭载元宇宙的最佳平台。元宇宙的内容十分丰富，相应的需要庞大计算量作为支撑，而云游戏技术或能通过将元宇宙内核和渲染的过程都转移至云端，通过云端强大的算力完成世界的搭建。同时，云游戏的扩展性也更为丰富：如今的游戏除了靠官方更新外，扩展主要靠玩家自制的模组（Mod），但由于本地设备的区别和局限，同一款Mod不可能完美兼容所有设备。但云游戏从本质上说是，是所有玩家都使用了同一套配置，因此也不会出现兼容性的问题，同时更强的算力也能解放玩家们的想象力，为元宇宙世界的构建提供助力。

## 3.1 游戏：政策落地、新产品、全球化等多因素或驱动新一轮增长

### 3.1.4. 游戏作为超级数字场景，或成为元宇宙先行者

云计算等底层技术推动游戏行业发展的同时，游戏也夯实了元宇宙的技术根基。游戏行业经过几十年的发展，虚拟仿真等技术日趋成熟，游戏产品与真实世界的连接日益紧密。VR/AR、游戏引擎、云计算、芯片等技术的发展，为游戏创新和探索提供了更大的空间；反过来游戏的发展也越来越多地促进技术普及，降低行业准入门槛，使大规模、实时内容制作在未来成为可能。与此同时，游戏正在不同领域创造新的价值和可能性，游戏行业底层技术，如游戏引擎和数字人，也被应用到更多领域，帮助改善其他行业。游戏作为一种超级数字场景，或不断地推动它背后的技术发展，元宇宙或可能诞生在这一超级数字场景之上。

图18：腾讯控股、网易的IP游戏产品丰富



资料来源：Unity官网

## 3.1 游戏：政策落地、新产品、全球化等多因素或驱动新一轮增长

### 3.1.4、游戏作为超级数字场景，或成为元宇宙先行者

短期内元宇宙的突破口可能是游戏、社交等沉浸式内容。在PC互联网和移动互联网时代，头部互联网公司都是首先占据了用户一个最核心的需求（如资讯、社交、娱乐、购物等），继而通过流量优势逐步拓展外延，形成生态。元宇宙的发展或也将遵循同样的逻辑，即从满足用户的核心需求切入。与进入元宇宙最密切相关的或为用户的娱乐和社交需求，在这两个关键领域元宇宙的沉浸感或给用户带来显著的体验感提升。从Roblox提出的元宇宙八大要素来看，现阶段的游戏已经能够部分实现身份、社交、沉浸感、低延迟、多元化、随时随地、经济系统等要素。

长期看好游戏引擎价值，短期内看好优质内容本身。游戏引擎作为游戏的底层技术进而作为元宇宙的底层技术之一，具备长期投资价值，但元宇宙落地或仍需要较长时间。而有望短期内在元宇宙领域有所突破的或是最大程度符合元宇宙要素的优质内容，如强沉浸感的大型开放世界游戏等，并且其入口将从PC和移动端不断向VR/AR/XR扩展。未来游戏、社交和VR内容将不断融合，具备多端大型开放世界游戏研发能力或游戏引擎、VR、云计算等综合技术能力突出的公司或具备更大投资机会。

图19：现阶段游戏已经部分实现Roblox提出的元宇宙八大要素



资料来源：Roblox招股书、开源证券研究所

## 3.1 游戏：政策落地、新产品、全球化等多因素或驱动新一轮增长

3.1.5、重点推荐完美世界、吉比特、心动公司、创梦天地、姚记科技，受益标的包括腾讯控股、网易-S、三七互娱、SEA、盛天网络、浙数文化

(1) 完美世界(002624.SZ)：深耕MMORPG领域，探索开放世界游戏，孕育元宇宙元素  
公司重视研发，在MMORPG细分领域保持领先地位

公司深耕MMORPG领域十余年，根据伽马数据，公司2020年在MMORPG移动游戏市场占比超过20%，《梦幻新诛仙》的优异表现也使公司在回合制MMORPG有所突破，稳固了公司在垂直细分领域的领先地位。我们维持盈利预测，预测公司2021/2022/2023年归母净利润分别为14.79/24.08/29.31亿元，对应EPS分别为0.76/1.24/1.51元，当前股价对应PE分别为26.1/16.0/13.1倍，维持“买入”评级。

《幻塔》上线在即，探索开放世界游戏

公司旗下二次元开放世界游戏《幻塔》已于2021年11月14日开启终极测试，有望于年内正式上线。截至11月17日《幻塔》官网预约人数已超过1300万，上线后有望带动公司业绩快速增长。另外，公司拟在目前的游戏研发中融入元宇宙相关元素，《幻塔》也是公司对元宇宙开放世界游戏的一次重要尝试。

引擎技术积累深厚，为元宇宙游戏探索提供支撑

公司拥有独立自主的3D游戏引擎开发能力和强大的商用引擎改造利用能力，在UE4引擎的应用上，完美世界也处于行业领先地位，《幻塔》、《梦幻新诛仙》、《新笑傲江湖》、《新神魔大陆》、《战神遗迹》等多款产品都是在UE4引擎基础上进行开发。元宇宙内容的开发都基于一定的引擎，具有强大的引擎开发和使用能力加上对MMOROG领域的多年深耕，公司或有机会创造出优秀的开放世界元宇宙游戏，进而通过元宇宙游戏向其他领域拓展。

## 3.1 游戏：政策落地、新产品、全球化等多因素或驱动新一轮增长

3.1.5、重点推荐完美世界、吉比特、心动公司、创梦天地、姚记科技，受益标的包括腾讯控股、网易-S、三七互娱、SEA、盛天网络、浙数文化

(2) 吉比特 (603444.SH)：游戏基本盘稳固，差异化赛道和出海拓宽成长边界

《问道》与《一念逍遥》构筑流水基本盘，长线运营能力持续得到验证。

公司以《问道》IP为基石，逐步拓展Roguelike、放置、模拟经营等细分赛道，拓宽成长边界。根据伽马数据，2021年2月上线的《一念逍遥》首月流水超4亿，上线以来一直维持在IOS畅销榜前20位，长线运营能力得到验证，《一念逍遥》或成为公司继《问道》之后的第二业绩支柱。我们维持盈利预测，预测公司2021/2022/2023年归母净利润分别为17.04/20.60/24.42亿元，对应EPS分别为23.71/28.66/33.98元，当前股价对应PE分别为16.5/13.7/11.5倍，维持“买入”评级。

差异化赛道优势明显，加强出海拓宽公司边界。

公司一方面深耕Roguelike等细分赛道，通过代理由同一团队研发的系列化游戏培养游戏IP及忠实用户，成功打造独立向游戏品牌形象，同时通过对后续系列作品进行商业化设计改进，增强游戏付费，实现口碑与流水双丰收，增厚公司业绩。另一方面，公司未来更加注重海外拓展，从立项阶段开始便立足全球市场，集中资源于少量精品游戏，力图打开海外市场。未来《一念逍遥》将于欧美和东南亚等地区发行，或带来可观流水增量。

精品游戏储备丰富，多品类布局成果值得期待。

公司新游储备涵盖放置类、Roguelike、SLG等赛道，预计2021Q4或2022年上线的产品包括《精灵魔塔》、《黎明精英》、《石油大亨》等。在公司长线运营能力持续验证下，细分品类新产品上线或为公司贡献业绩增量。

**3.1.5、重点推荐完美世界、吉比特、心动公司、创梦天地、姚记科技，受益标的包括腾讯控股、网易-S、三七互娱、SEA、盛天网络、浙数文化**

**(3) 心动公司 (2400.HK)：自研与 TapTap 相容共生，看好长期游戏生态，TapTap 平台是公司布局元宇宙的独特优势**

**TapTap 海外用户数量持续高速增长，基础构架优化有望提升商业化效率。**

2021年上半年TapTap中国版用户数实现稳定较快增长，平均MAU达2867万，同比增长15.6%；海外版TapTap则延续了2020年迅猛的增长趋势，平均MAU达1318万，同比增速达484.4%。公司2021年上半年持续对TapTap平台进行技术构架层面的优化，采用了新的机器学习技术，提高了游戏分发与商业推广效率；同时新增了视频的一级入口，有望在未来形成全新的商业变现模式。TapTap平台的独特定位及持续增长的用户数量与留存率或为公司带来更多商业化机遇，带动信息服务收入的快速增长。我们维持盈利预测，预测公司2021/2022/2023年归母净利润分别为-4.59/1.59/5.57亿元，对应EPS分别为-1.01/0.35/1.23元，当前股价对应PE分别为-50.3/145.3/41.3倍，维持“买入”评级。

**自研队伍不断扩充，静待储备游戏开花落地。**

公司坚持以自研作为主要发展驱动力，2021H1研发人员数量较2020H1增长500人至总计1565人。公司自研暗黑ARPG《火炬之光：无限》、像素风SRPG《铃兰之剑：为这和平的世界》均已进行篝火测试，目前反响良好；联机经营类《心动小镇》也将在2021年末开启篝火测试。看好公司差异化赛道精品自研游戏在作为独家内容为TapTap平台引流的同时，上线后为公司业绩贡献可观增量。

**TapTap社区属性不断强化，平台用户或为元宇宙游戏潜在用户。**

2021年公司提出“开发者—玩家—创作者—TapTap”4方生态，更加强调平台的社区属性，基于庞大的用户量和平台的稀缺性，TapTap有望成为国内最大的游戏社区和开发者社区。TapTap平台用户相较于传统渠道用户，更加具有核心用户属性，不少玩家对游戏的发展、设计乃至底层逻辑都有一定的认知，并且对创新品类游戏有明显的偏好。如果说游戏是最接近元宇宙的产品形态，那么TapTap的用户则是最有可能接纳元宇宙游戏的用户群体。

## 3.1 游戏：政策落地、新产品、全球化等多因素或驱动新一轮增长

3.1.5、重点推荐完美世界、吉比特、心动公司、创梦天地、姚记科技，受益标的包括腾讯控股、网易-S、三七互娱、SEA、盛天网络、浙数文化

(4) 创梦天地 (1119.HK)：游戏+电竞+线下门店，打造娱乐新生态

游戏业务稳固，聚焦于消除和竞技品类。

公司代理发行的《梦幻家园》《梦幻花园》系列消除类游戏在上线多年后在2021H1依然保持同比增长；自研的竞技类手游《小动物之星》收获良好口碑，上线三个月新增用户350万。未来公司将继续聚焦于消除和竞技品类，储备产品《卡拉比丘》、《女巫日记》等的上线将进一步巩固公司在垂直细分品类的优势。我们维持盈利预测，预测公司2021/2022/2023年归母净利润分别为3.93/4.77/5.90亿元，对应EPS分别为0.31/0.38/0.46元，当前股价对应PE分别为20.2/16.5/13.6倍，维持“买入”评级。

携手腾讯发力线下娱乐，“主机游戏+潮玩”打响“QQ Family”品牌。

根据公司公告，2021年公司预计开设直营门店20家，并在主机体验之上叠加潮玩等新业态，2021-2023三年内，公司计划在中国一二线城市的热门商业区开设合计150家QQ Family主体线下店。目前公司线下店商业模式已基本跑通，随着门店快速扩张，有望整合腾讯、Sony、任天堂等优质资源，以精品内容叠加优质IP打开主机游戏和潮玩市场。

## 3.1 游戏：政策落地、新产品、全球化等多因素或驱动新一轮增长

3.1.5、重点推荐完美世界、吉比特、心动公司、创梦天地、姚记科技，受益标的包括腾讯控股、网易-S、三七互娱、SEA、盛天网络、浙数文化

(5) 姚记科技 (002605.SZ)：游戏基本盘稳固，创新营销业务打开业绩增长新空间

海外游戏产品流水稳定，国内休闲游戏业务优势稳固。

公司海外游戏产品《Bingo Party》、《Bingo Journey》等在海外休闲竞技类游戏中极具竞争力，累计注册用户超2,500万人，屡获Google Play全球推荐。国内休闲游戏产品矩阵丰富，主要运营的手游产品累计注册用户超7,000万人。核心产品《捕鱼炸翻天》、《指尖捕鱼》生命周期长，用户粘性高，流水保持稳定增长。同时公司持续加大研发投入以稳固在捕鱼、棋牌类赛道上的优势地位，并积极尝试养成等游戏新品类。我们维持2021-2023年盈利预测不变，预测2021-2023年归母净利润分别为8.09/10.52/12.05亿元，对应EPS分别为2.01/2.61/2.99元，当前股价对应PE分别为9.0/7.0/6.1倍，维持“买入”评级。

覆盖营销服务全链路，互联网创新营销业务打开业绩增长新空间。

公司收购芦鸣科技后，完成了策划营销、创意设计、品牌传播、内容制作等全链路服务团队的建设，2021H1数字营销业务营业收入同比增长1987.4%。公司拥有行业领先的短视频制作和内容创作团队，为不同类型的客户提供独特的创意内容；营销业务核心成员来自今日头条等主流媒体平台，客户资源深厚，多为腾讯、众安、康师傅等头部品牌。公司与巨量引擎Marketing API的深度对接，基于强大的数据分析能力，不断提升广告营销效率，有望实现业绩的持续高速增长。

3.1.5、重点推荐完美世界、吉比特、心动公司、创梦天地、姚记科技，受益标的包括腾讯控股、网易-S、三七互娱、SEA、盛天网络、浙数文化

## （6）腾讯控股（0700.HK）

手握众多顶尖IP，流量与资金优势不断转化为研发优势。公司基于社交流量的绝对优势，通过持续创新及长线运营，不断延迟头部产品的生命周期，《王者荣耀》、《和平精英》、《QQ飞车》、《天涯明月刀》等多款游戏流水持续稳健，畅销榜头部位置稳固。同时公司不断加大精品游戏投入，未来将基于《王者荣耀》等顶尖IP开发多款开放世界类型等游戏，进一步提高产品竞争力。此外通过全球化IP与广泛海外布局，公司海外市场率不断提升，《Valorant》与Spuercell旗下产品在海外表现强劲，未来《宝可梦大集结》及Spuercell新产品将为公司贡献海外增量流水。

## （7）网易-S（9999.HK）

长线运营与精品研发能力突出，出海打开成长边界。公司旗下经典IP《梦幻西游》运营近20年，产品覆盖端游、手游、H5等，并不断通过内容迭代与内容营销等手段使IP价值持续增长，代表产品《梦幻西游手游》2015年上线至今仍保持在IOS畅销榜前五，公司长线运营能力突出。2016年上线的二次元卡牌游戏《阴阳师》开启了公司品类、市场拓展的步伐，随后推出的《第五人格》、《荒野行动》等精品游戏不断拓展网易游戏品类边界，并使公司在日本市场获得领先地位。于2021年8月上线的《永劫无间》截至11月10日全球销量超过600万部，成为Steam平台有史以来最畅销的游戏之一，于2021年9月在国内上线的《哈利波特》连续多日位居中国IOS畅销榜和免费榜榜首，再次验证公司精品游戏研发能力，未来《哈利波特》将在海外进行发行。在国际大IP与精品研发能力的配合下，网易有望进一步拓展欧美等市场，并转化为业绩增长。

**3.1.5、重点推荐完美世界、吉比特、心动公司、创梦天地、姚记科技，受益标的包括腾讯控股、网易-S、三七互娱、SEA、盛天网络、浙数文化**

## **(8) 三七互娱 (002555.SZ)**

**自研与出海成效显著，或推动公司业绩持续增长。**公司以页游起家，深耕传奇、奇迹品类，在移动互联网时代成功实现“页转手”及多品类拓展，传奇、奇迹、SLG、卡牌、RPG等多元化产品持续贡献业绩增长。在游戏精品化趋势下，公司加码自研，2021年7月上线的自研3D卡牌产品《斗罗大陆：魂师对决》首月流水超7亿元，研运一体战略得到验证。同时，公司海外产品《Puzzles&Survival》在欧美市场表现强劲，根据Sensortower，三七互娱在中国手游发行商全球收入排行榜中自8月至10月连续三个月排名第4。在公司全球化推进下，研运能力稳步增强，或推动业绩持续稳步增长。

## **(9) SEA (SE.N)**

**东南亚游戏发行龙头，自研开启第二增长曲线。**SEA旗下Garena为东南亚地区移动游戏龙头，根据AppAnnie数据，公司自研自发MOBA游戏《Free Fire》2019年、2020年连续两年为全球下载量最高移动游戏。同时腾讯为公司第一大股东，与腾讯保持长期合作关系以及公司自研能力的不断提升，使得公司产品供给保持领先地位，长期市占率有望稳步提升。伴随着东南亚地区用户ARPU的快速增长，Garena有望长期受益。

**3.1.5、重点推荐完美世界、吉比特、心动公司、创梦天地、姚记科技，受益标的包括腾讯控股、网易-S、三七互娱、SEA、盛天网络、浙数文化**

## （10）盛天网络（300494.SZ）

**头部互联网娱乐平台，战略布局云游戏拥抱元宇宙。**公司以网吧管理软件业务起家，随后向互联网娱乐平台型公司转型，开展游戏运营和广告营销业务，2020年通过收购天戏互娱，构建了公司IP运营业务。根据《2019年中国互联网上网服务行业发展报告》数据，公司在网吧管理平台市场占有率保持在30%左右，排名第二，市场地位稳固，立足于网吧运营时代的技术积累，公司战略布局云游戏平台，推动将云游戏平台向虚拟化的社交平台转变，有望打造IP+游戏+平台+社交+电商生态系统，提升公司增长天花板。

## （11）浙数文化（600633.SH）

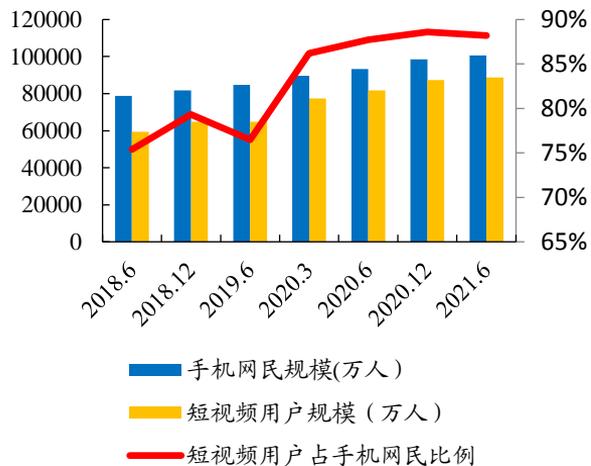
**投资罗顿发展涉猎电竞业务，数字体育板块加速发展。**公司于2020年投资罗顿发展，积极助力其进一步优化自有“GPLUS”赛事平台产品功能、推出“G+奇妙全能赛”，并以打造系列国际一流数字体育IP、自研数字体育综合服务平台为双驱动，加速推动数字体育板块创新发展。

**子公司边锋网络深耕海外休闲游戏领域，或形成出海产品矩阵。**公司的子公司边锋网络坚定实施游戏出海战略，2019年初设立海外事业部Top 1 Studio，根据App Annie的数据，边锋网络成为2021年中国厂商出海下载飞跃榜第一，发展势头迅猛。明星产品《Idle Arks》、《Bigfish》、《Dragon War》等表现优异，且公司持续有序推进现有产品《Merge DreamMansion》、《Mafia Rule》的研发进程，有望打造独具特色的出海产品矩阵。

## 3.2.1、直播电商持续贡献行业增量

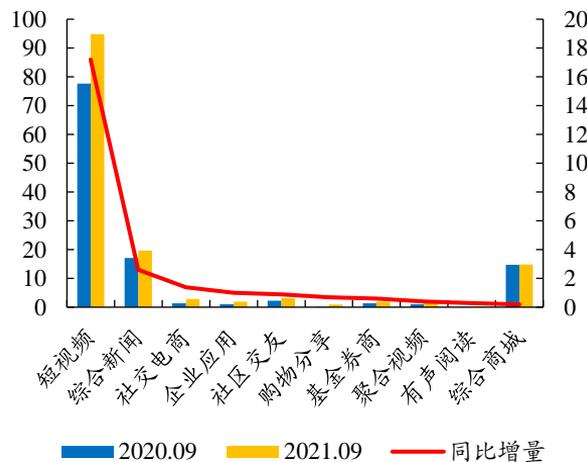
无论从用户规模还是使用时长角度，短视频都已成为互联网重要的应用，这为其商业化奠定了坚实的基础。根据CNNIC的数据，2021年6月我国手机网民规模为10.06亿人，同期短视频用户规模达8.88亿人，短视频在手机网民中的渗透率达到88%。根据极光大数据，2021年9月短视频日人均使用时长达到94.8分钟小时，仍然保持最高同比增长，较2020年9月增加17.2分钟，其影响力还在不断加强。从头部互联网企业用户使用时长占比来看，2021Q3头条系用户时长占比首次超过腾讯系，成为行业第一。

图20：2021年6月短视频用户占手机网民的比例达88%



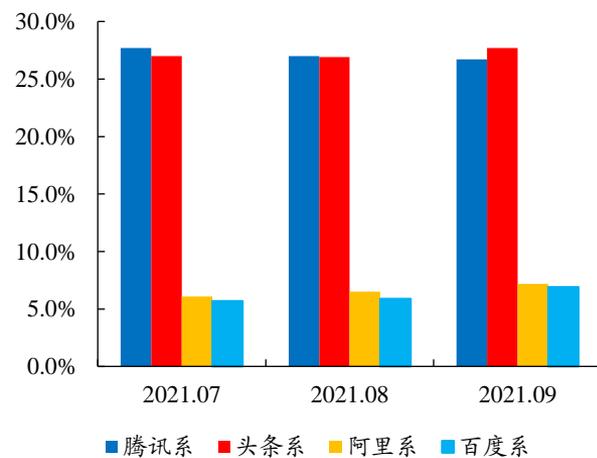
数据来源：CNNIC、开源证券研究所

图21：2021年9月短视频行业日人均使用时长达到94.8分钟（单位：分钟）



数据来源：极光大数据、开源证券研究所

图22：2021年9月，头条系用户使用时长占比首次超过腾讯系

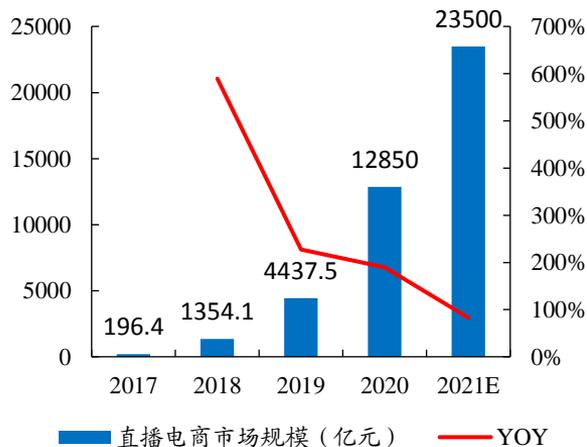


数据来源：极光大数据、开源证券研究所

## 3.2.1、直播电商持续贡献行业增量

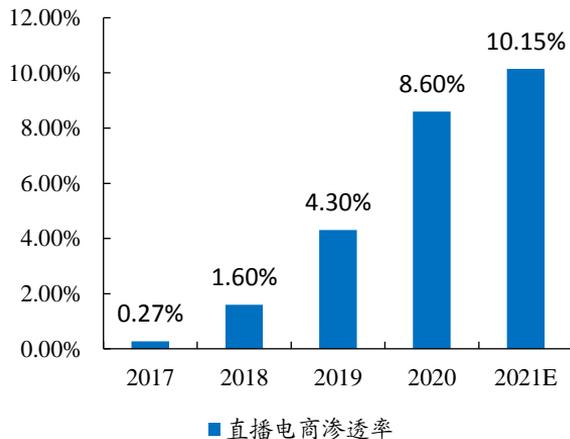
直播电商逐渐从传统电商的补充变为主流的网上零售模式。根据网经社数据，2020年直播电商规模达到12850亿元，2021年或能突破2万亿，同时2021年直播电商GMV占电商总GMV的比例有望超过10%。从用户角度来看，根据CNNIC数据，2021年6月直播电商用户规模达到3.84亿人，占手机网民规模的比例近40%，直播电商日趋成为主流的网上零售模式。

图23：2021年直播电商市场规模或突破2万亿



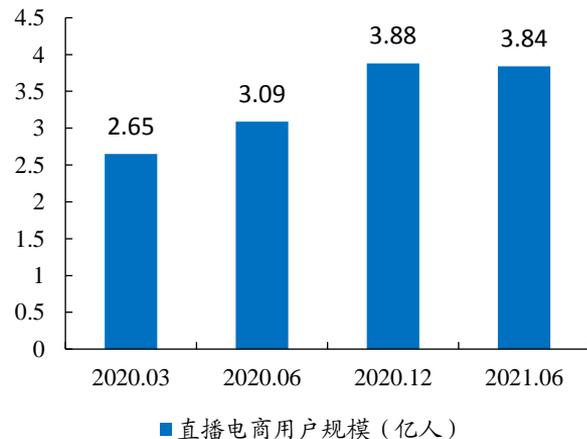
数据来源：网经社、开源证券研究所

图24：2021年直播电商渗透率或达10.15%



数据来源：网经社、开源证券研究所

图25：2021年6月直播电商用户规模已达3.84亿人

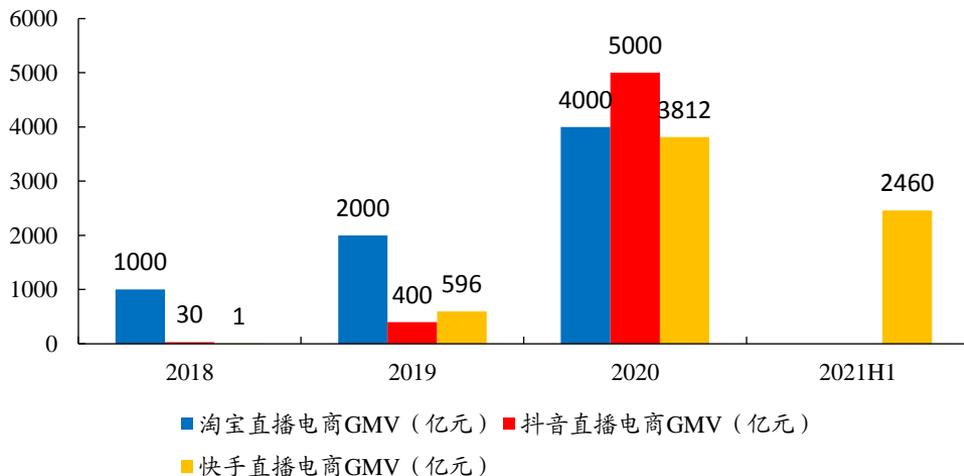


数据来源：CNNIC、开源证券研究所

## 3.2.1、直播电商持续贡献行业增量

“短视频+直播电商”商业模式或已被验证，商业化空间正在打开。淘宝开辟“直播+电商”模式后，短视频平台接力入局，2021年，抖音主打兴趣电商，进一步加强店铺自播；快手突出信任电商，强化私域运营和MCN机构的扶持。直播电商市场仍有望保持高速增长态势，商业化空间正在打开。根据阿里巴巴公告，2020年淘宝直播GMV超4000亿元，实现翻倍增长；根据LatePost数据，2020年抖音电商GMV超5000亿，实现了超过10倍的同比增速；根据快手公告，2021H1其直播电商GMV达2460亿元，同比增速高达224%。

图26：“短视频+直播电商”商业模式或已被验证，商业化空间正在打开

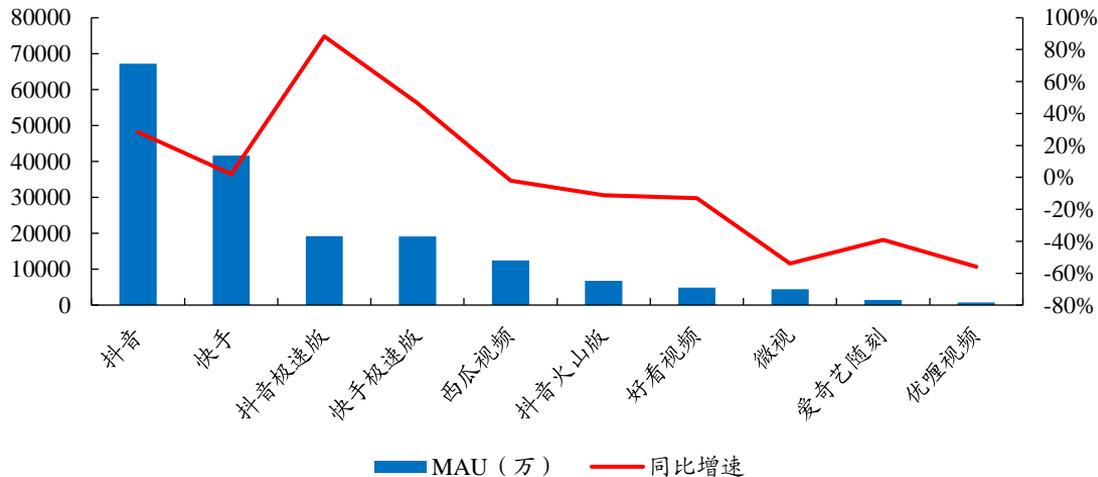


数据来源：各公司公告、LatePost、开源证券研究所（注：淘宝与抖音未披露2021H1直播电商GMV数据）

## 3.2.2、抖音、快手基于流量优势，逐渐构建完整电商生态

抖音和快手作为短视频平台两大龙头，高用户规模奠定流量优势。根据QuestMoblle数据，2021年9月抖音和快手两大短视频平台龙头MAU分别达到6.72亿和4.16亿，同比2020年9月，字节系、快手系头部应用增长势头强劲，而其他短视频平台用户流失明显，短视频平台马太效应凸显。

图27：2021年9月字节系、快手系短视频APP月活跃用户规模增长强劲

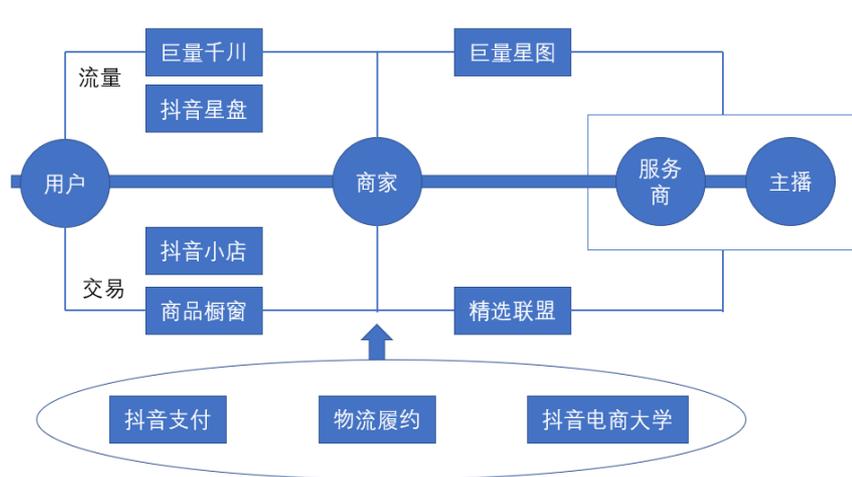


数据来源：QuestMoblle、开源证券研究所

## 3.2.2、抖音、快手基于流量优势，逐渐构建完整电商生态

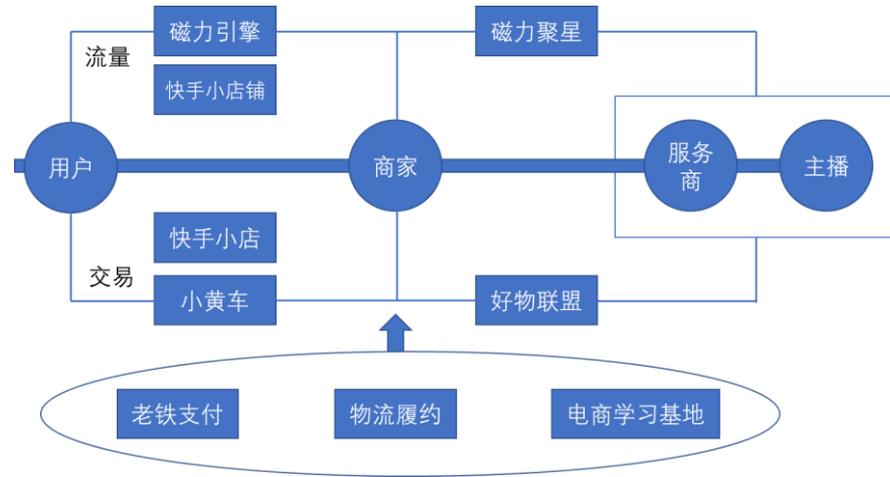
抖音和快手通过多样化流量工具与限制第三方链接，逐步建成完整电商生态。通过多样化流量工具，设置扶持政策、打造直播基地、收购支付牌照等一系列措置，抖音和快手基本构建了可以供商家、用户、服务商与主播等参与的交互合作的直播电商生态链闭环。根据快手公司公告，2021Q2，快手小店GMV占比快速提升至90.7%（同比+24.3pcts）。

图28：抖音已构建完整直播电商生态



资料来源：抖音电商官网、开源证券研究所

图29：快手已构建完整直播电商生态



资料来源：快手电商官网、开源证券研究所

## 3.2.2、抖音、快手基于流量优势，逐渐构建完整电商生态

头部代运营服务商有望享受直播电商带来的增量红利。值得买旗下“星罗”在抖音的代运营业务顺利推进，获得抖音电商十大影响力精选联盟服务商，2021年“双十一”期间，值得买集团GMV同比增长35%，“什么值得买”淘宝直播间累计GMV突破3400万元，相比“618”期间提升356%。壹网壹创2021Q1成为首批入驻抖音的服务商，同时在一季度实现了10个以上品牌的开播，在短视频投入、自有流量的提升、大型活动的开展方面都取得良好进展，目前代表合作品牌包括相宜本草、露华浓、高姿等，且合作品牌和品类仍在扩展。壹网壹创在2021年“双十一”期间GMV增速达30.56%。长期来看，抖音和快手为代表的短视频平台有望成为品牌运营的重点，单带运营商门槛较高，具备更强营销和运营综合能力的头部代运营服务商或更能充分享受直播电商增量红利。

图30：电商服务商在抖音电商生态扮演重要角色



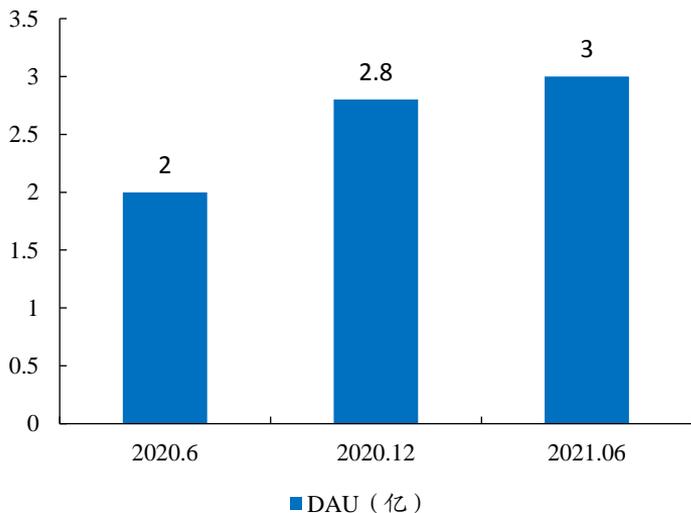
资料来源：巨量算数

## 3.1 游戏：政策落地、新产品、全球化等多因素或驱动新一轮增长

### 3.2.3、基于微信社交生态，视频号商业化潜力大

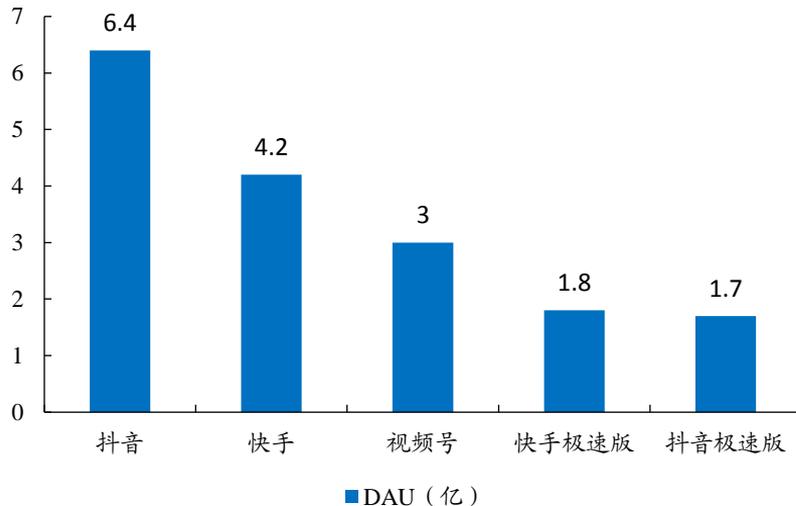
从用户数角度看，视频号已成为第三大短视频平台。得益于微信庞大的用户体量，和腾讯对视频号的资源倾斜，将视频号入口放在仅次于朋友圈的位置从而带来的强大导流作用，于2020年初才上线的视频号发展迅猛。根据QuestMobile和视灯数据，2021年6月视频号DAU排名已仅次于抖音和快手，成为第三大短视频平台。

图31：2021年6月视频号DAU已达3亿



数据来源：视灯数据、开源证券研究所

图32：从用户数来看，视频号已成为第三大短视频平台



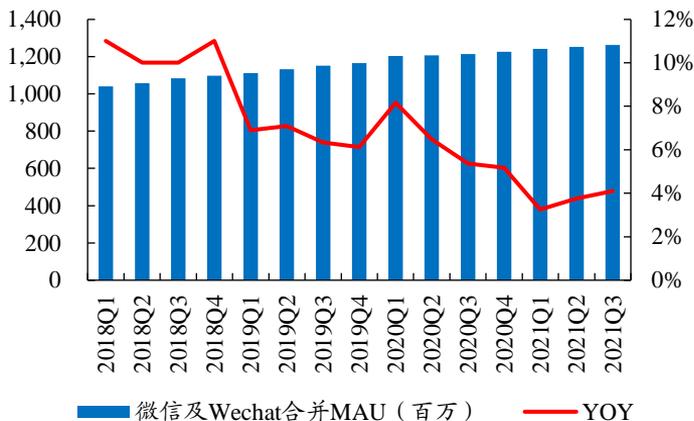
数据来源：QuestMobile、视灯数据、开源证券研究所

# 3.1 游戏：政策落地、新产品、全球化等多因素或驱动新一轮增长

## 3.2.3、基于微信社交生态，视频号商业化潜力大

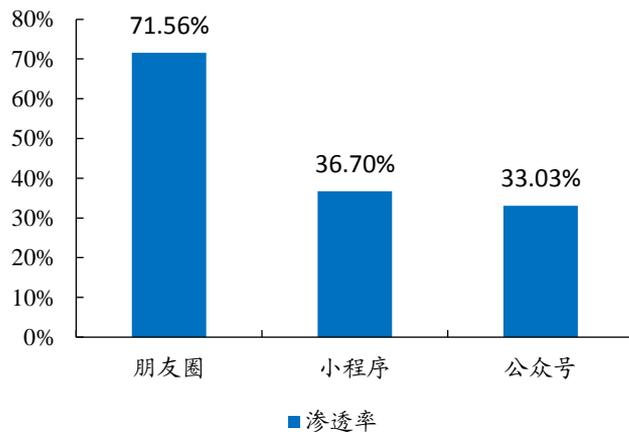
视频号作为微信内置产品，更容易通过对微信用户渗透获得大量活跃用户。根据腾讯控股公司公告，截至2021Q3微信及Wechat合并MAU已达12.6亿，同时根据微信公开课公众号数据，截至2021年1月，微信DAU达到10.9亿，微信内置产品朋友圈、小程序、公众号DAU分别达到7.8亿、4亿、3.6亿，对于微信DAU的渗透率分别为71.56%、36.70%、33.03%。可以看到，基于微信庞大的用户群体，对微信用户渗透率的提高将很大的提升内置应用的用户量级，视频号作为二级产品对微信用户进行渗透比作为独立APP导入外部用户更容易获得更大量级用户，截至2021H1视频号对微信及Wechat的DAU的渗透率约为24%，仍有很大提升空间。

图33：2021Q3微信及Wechat合并MAU达12.6亿



数据来源：腾讯控股公司公告、开源证券研究所

图34：2021年1月微信内置产品DAU渗透率

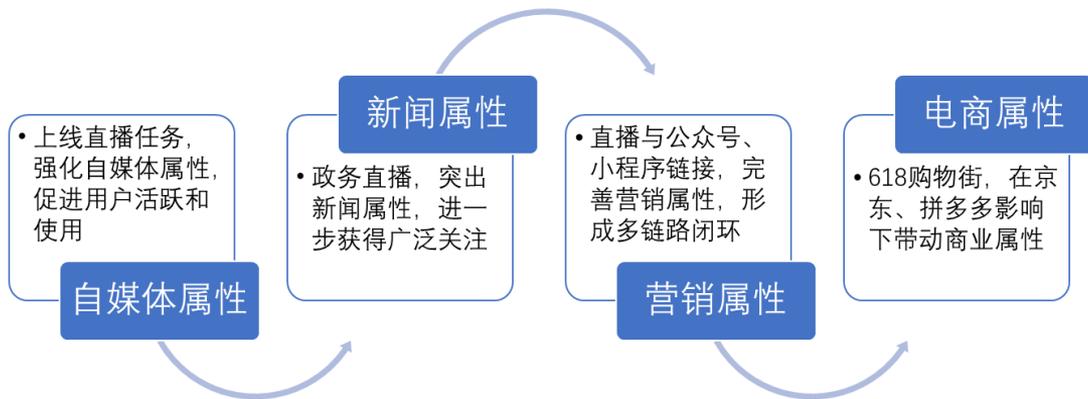


数据来源：微信公开课公众号、开源证券研究所

## 3.2.3、基于微信社交生态，视频号商业化潜力大

视频号直播基础设施日趋完善，经历多元化属性发展，商业化潜力进一步被打开。视频号直播功能自2020年10月上线以来，视频号开播、用户互动、直播推广、直播带货等基础功能不断更新升级，公众号、基于LBS的直播推荐等多个直播预约及观看入口也逐步开放，直播基础设施建设日趋完善。同时在功能更新与关键节点运营的共同作用下，视频号经历了多元化属性的发展，综合能力得到增强，商业化潜力进一步被打开。

图35：视频号经历了多元化属性发展路径

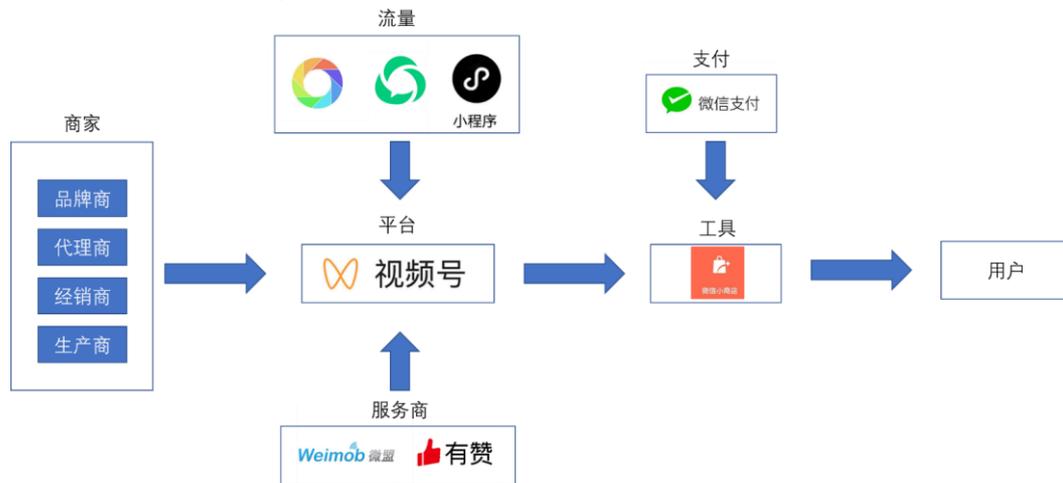


资料来源：开源证券研究所

## 3.2.3、基于微信社交生态，视频号商业化潜力大

视频号基本形成了“短视频+直播+小商店”的商业闭环。视频号于2020年10月上线直播及小商店功能，目前已经与朋友圈、小程序、公众号、搜一搜等广告投放渠道和消费场景打通，基本形成了短视频+直播+小商店的商业闭环。视频号一方面通过商家投放直播间引流广告进行广告变现，另一方面为商家提供小商店功能通过收取技术服务费变现。同时随着直播电商闭环的构建，也给直播电商产业链带来了增量机会。我们认为，未来应重点关注视频号用户数据和内容生态成熟度的提升，以及电商基础设施的完善进展；我们看好基于微信生态体系的直播电商将成为微信商业化的新驱动力，视频号的商业化一方面或为腾讯业绩带来增量，另一方面或衍生产业链分工机遇。

图36：视频号经历了多元化属性发展路径



资料来源：各公司官网、开源证券研究所

### 3.2.4、重点推荐快手、值得买、壹网壹创，受益标的包括腾讯控股、微盟集团、中国有赞

(1) 快手-W (1024.HK)：在线营销服务和电商双轮驱动，商业化步伐加快

加快公域拓展，商业化体系持续完善，维持“买入”评级。

公司是国内头部短视频内容社区和社交平台，一方面加快公域及一二线城市用户拓展，用户规模仍有增长空间；另一方面，依托“线上营销服务+电商+直播”的完善商业化变现体系，变现步伐有望加快。我们维持2021-2023年盈利预测，预计2021-2023年营业收入分别为821/1074/1373亿元，净利润分别为-160/21/108亿元，对应EPS分别为-3.84/0.51/2.59元，当前股价对应PS分别为11.7/9.0/7.0倍，维持“买入”评级。

DAU和用户活跃度同比提升，海外市场稳步拓展中。

2021H1，快手应用的平均MAU达5.13亿（同比+5.9%），平均DAU达2.94亿（同比+14.2%），且2021Q2每位DAU的日均使用时长达107分钟（同比+25.2%，环比+7.7%），DAU/MAU达57.9%（环比+1.1pcts，同比+2.6pcts），或体现出快手策略转变为激活老用户、提高活跃度，DAU及用户粘性均持续提升。此外，海外拓展成为快手的核心战略，目前主要攻占南美、东南亚和中东地区。2021年6月，快手海外市场的MAU已超1.8亿，未来具备广阔的发展空间。

品牌广告快速发展，电商take rate或明显上涨。

线上营销服务的变现效率不断提高，2021Q2每位DAU的平均线上营销服务收入达62.9元（同比+126.3%），品牌广告商数量同比增长近4倍，品牌广告收入增速亦超越线上营销服务的营收增速，品牌客户拓展初显成效。此外，快手强调信任电商的定位，2021H1电商GMV为2640亿元（同比+140.8%），其中快手小店的贡献率高达90.7%（同比+24.3pcts）；若按照其他服务收入/电商GMV计算，电商take rate或达1.21%（2021Q1或为1.02%），快手平台的变现能力正快速提升。

### 3.2.4、重点推荐快手、值得买、壹网壹创，受益标的包括腾讯控股、微盟集团、中国有赞

(2) 值得买 (300785.SZ)：内容消费社区商业变现能力提升，新业务成长迅速

以内容构筑生态，有望打造“导购界的快手”，维持“买入”评级。

公司以内容为核心，以导购佣金和广告展示为收入来源，构筑一体两翼的导流生态，业绩保持较快增长。我们看好公司新增直播+短视频的内容形式，结合以UGC+私域流量为主的导流模式，有望高效引导消费者至电商平台完成交易，打造“导购界的快手”，拓展长期成长空间。我们维持2021-2023年盈利预测，预计2021-2023年归母净利润分别为2.05/2.44/2.87亿元，对应EPS分别为2.31/2.74/3.23元，对应当前股价PE分别为32.5/27.4/23.2倍，维持“买入”评级。

**“消费类MCN+全链路服务+代运营服务”快速发展，目前已取得显著突破。**

2021H1，公司新业务（消费类MCN+全链路服务+代运营服务）收入同比增长893%，营收占比迅速提升至30%，取得显著突破。消费类MCN方面，公司依托短视频平台构建的站外流量体系已初具规模，或与“什么值得买”形成站内外联动。全链路服务方面，星罗投入大量资源提升技术和数据能力，预计保持规模快速增长。代运营服务方面，星罗和有助多点开花，或成功占据DP先发优势。

**“618”及“双十一”等电商大促有望驱动集团GMV更上一层楼。**

天猫、京东等平台的“双十一”预售已结束，我们认为，公司主站“什么值得买”作为稀缺性较强的垂直类消费决策平台，有望直接受益于大型购物节带来的增量市场和抖音、快手等新平台崛起带来的新机遇。公司旗下代运营子公司星罗和有助正处于快速扩张阶段：星罗主要服务宝洁、京东超市、妙可蓝多、华熙生物、丸美、唯品会、学而思等品牌；有助在2021Q1成为南极电商抖音渠道的独家代理商，根据蝉妈妈的数据，2021年4月已经帮助南极电商成为抖音渠道的商品品牌榜Top1；集团代运营业务成长可期。

### 3.2.4、重点推荐快手、值得买、壹网壹创，受益标的包括腾讯控股、微盟集团、中国有赞

#### (3) 壹网壹创 (300792.SZ)：全域服务能力不断提升，享受直播电商行业增量红利

业务结构逐步调整到位，销售费用大幅下降、盈利能力提升。

公司从2020年开始将公司与百雀羚的合作从营销服务模式转为管理服务模式，2021Q3公司品牌线上管理服务收入达1.35亿元，占公司营业收入比重为55.45%，品牌线上营销服务收入为0.36亿元，占公司营业收入比重为14.76%，业务结构逐步调整到位，公司转向轻资产运营。公司业务结构的改变，减轻了流量成本上升压力，盈利能力得到释放，2021前三季度公司净利率上升至27.92%（同比+8.03pcts）。我们维持2021-2023年盈利预测，预计2021-2023年公司归母净利润分别为3.87/4.66/5.60亿元，对应EPS分别为1.62/1.95/2.35元，当前股价对应PE分别为31.5/26.1/21.7倍，维持“买入”评级。

全域服务能力显现，新品类新渠道拓展顺利。

公司在多元化经营及“全域电商”+“新消费品加速”双引擎推动下，全域服务能力不断加强。2021前三季度，公司实现GMV 155.37亿，同比增长43%。分业务来看，公司成熟业务（美妆+个护）GMV同比增长11.99%，新增业务（食品潮玩等）GMV同比增长129.89%。分平台来看，公司淘内GMV同比增长17.84%，淘外GMV同比增长210.93%。得益于搭建的BD团队和研发团队，2021Q3公司全渠道新签约35个品牌，其中包括妮维雅、创尔美、飞利浦、伊利、露安适、丽芝等业内知名品牌。

#### (4) 腾讯控股 (0700.HK)

基于微信生态体系，视频号商业化潜力大。从用户量来看，视频号已成为第三大短视频平台，但目前用户时长和内容生态与抖音、快手还有一定差距。自2020年视频号上线直播和小商店功能以来，视频号逐渐与整个微信生态全部打通，目前已经基本形成了短视频+直播+小商店的商业闭环。未来重点关注视频号用户数据和内容生态成熟度提升，以及电商基础设施的进一步完善。看好基于微信生态体系的直播电商将成为微信商业体系新的驱动力。

#### 3.2.4、重点推荐快手、值得买、壹网壹创，受益标的包括腾讯控股、微盟集团、中国有赞

##### （5）微盟集团（2013.HK）

国内电商SaaS龙头，依托微信生态系统有望分享视频号商业化红利。微盟集团是国内领先的电商SaaS服务商和精准营销服务提供商，围绕商业云、营销云、销售云打造智慧商业服务生态。在传统中心化电商模式增长逐步放缓的情况下，公司作为领先的私域流量解决方案提供商，同时依靠腾讯系流量优势，有望不断拓展微信生态内商业边界，分享直播电商快速发展带来的增量红利。

##### （6）中国有赞（8083.HK）

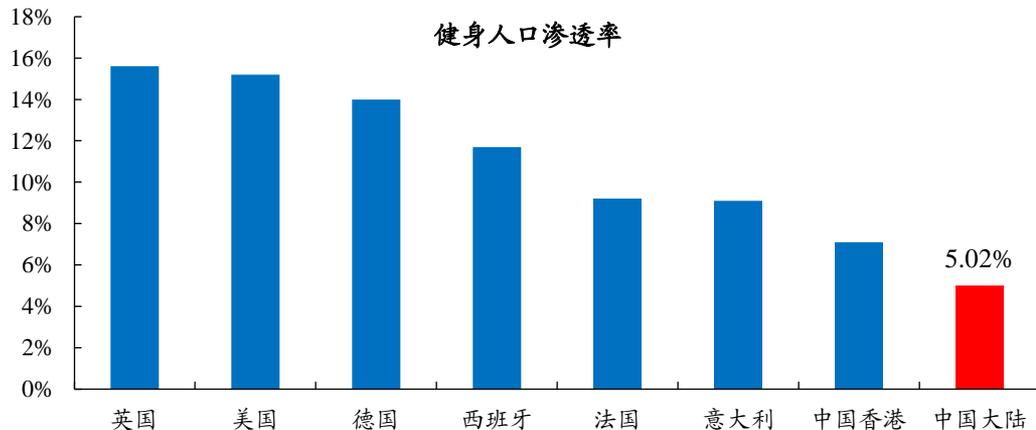
受益于私域经济崛起，新零售或成未来增长新动力。中国有赞是国内领先的电商 SaaS 服务商，主要为各个移动社交平台和新零售电商商家提供全流程全方位的电商 SaaS 软件和服务。随着公域流量池成本升高，电商商家更加重视私域流量的开拓，去中心化的电商业态成为趋势。私域电商SaaS作为商家实现开拓多元化渠道，实现去中心化业态的工具，有望迎来快速发展机遇。

## 3.3 体育：大赛年叠加政策支持，多方市场需求或逐渐打开

### 3.3.1、政策与大赛齐助力，产业链中游或更为受益

国家大力推行全民健身，重视青少年体育锻炼，健身人口渗透率仍有较大提升空间，或打开健身器材、服务等市场需求。《全民健身计划（2021—2025年）》明确到2025年经常参加体育锻炼人数比例达到38.5%，《中华人民共和国体育法（修订草案）》明确国家将实施全民健身战略、构建全民健身公共服务体系，且学校必须开设体育课，保证体育课时不被占用，亦体现出国家对于开展青少年体育活动的重视。此外，在“双减”政策的推行之下，青少年们或拥有更多时间用于体育锻炼，运动需求有望持续增加。根据《2020中国健身行业数据报告》，2020年中国大陆的健身人口同比增长3.19%，渗透率为5.02%，较美国（15.20%）、德国（14.00%）、英国（15.60%）等发达国家相比仍有一定差距；对标美国，若要达到相同健身人口渗透率水平，中国仍需要新增健身会员超过1.4亿，对健身器材、健身服务的需求增量空间较大。

图37：2020年，中国大陆的健身人口渗透率相对较低



数据来源：《2020中国健身行业数据报告》、开源证券研究所

## 3.3 体育：大赛年叠加政策支持，多方市场需求或逐渐打开

### 3.3.1、政策与大赛齐助力，产业链中游或更为受益

2022年北京冬奥会、杭州亚运会等多项本土举办的国际体育大赛将陆续召开，赛事产业链或持续受益。北京冬奥会和杭州亚运会等多项国际体育大赛即将举行。竞技体育产业链以赛事为核心，包括赛事营销、赛事转播、观赛及周边消费等各环节，或更受益于大赛的举办。回看过往2届冬奥会及亚运会，中国大陆的独家转播权基本都被央视包揽。而2021年东京奥运会，中国大陆的持权转播商包括中央广播电视总台、咪咕视频、腾讯和快手。快手作为全球首家获奥运版权的短视频直播平台，在东京奥运会期间，根据快手官方数据，快手平台奥运相关作品及话题视频总播放量达730亿次，端内总互动人次达60.6亿，快手电商体育用品GMV同比增长615.3%，亦或对快手拉新贡献较大。2022年北京冬奥会，快手再次手握短视频平台转播权（点播和短视频），对其流量的拉动值得期待。

表4：2022-2023年将陆续迎来多项在中国本土举办的国际大赛

举办时间	体育赛事
2022年2月4日-2月20日	北京冬奥会
2022年6月26日-7月7日	成都大运会
2022年9月10日-9月25日	杭州亚运会
2023年6月16日-7月16日	中国亚洲杯
2023年7月20日-8月20日	女足世界杯

资料来源：亚足联、奥组委、国际足联、成都大运会组委会、开源证券研究所

图38：快手在东京奥运会期间相关作品和话题视频总播放量达730亿



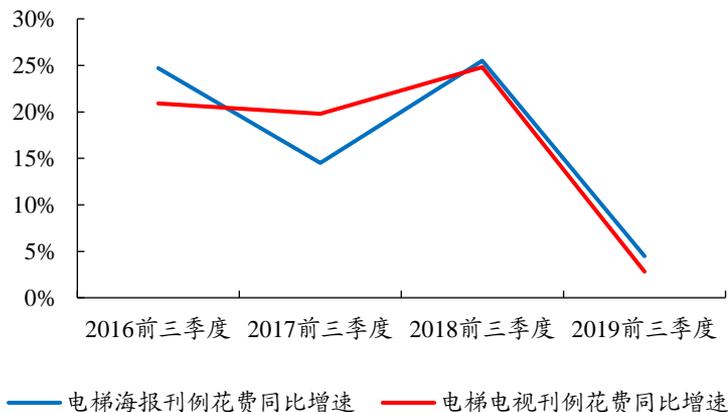
资料来源：快手微信公众号

## 3.3 体育：大赛年叠加政策支持，多方市场需求或逐渐打开

### 3.3.1、政策与大赛齐助力，产业链中游或更为受益

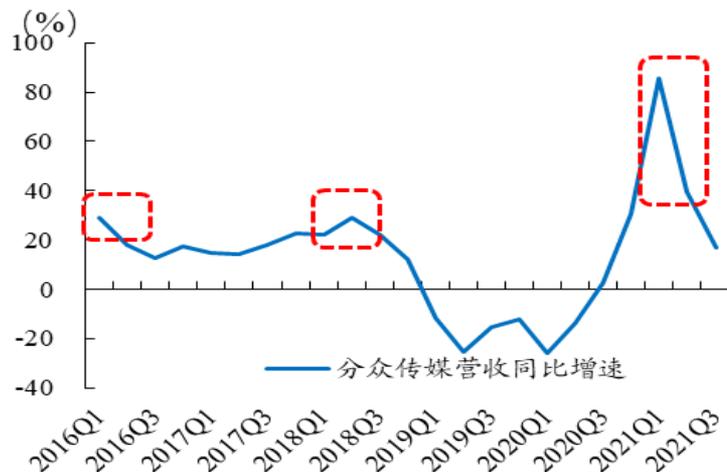
体育大赛往往点燃广告主投放热情，本土赛事拉动效应或更显著。在体育大赛期间，国内广告主往往大量选择与大赛“引爆效应”契合的梯媒进行广告投放。根据CTR数据，2016年及2018年前三季度，电梯海报、电梯电视的刊例花费同比增速明显较2017及2019年前三季度更高。2022年北京冬奥会的官方赞助商主要覆盖日用消费品行业，而日用消费品行业亦是梯媒广告龙头分众传媒的占比最高的客户类别。从分众传媒的单季度营业收入同比增速来看，在大赛举行前夕均取得了阶段性增速高点。北京冬奥会、杭州亚运会及2023年足球亚洲杯作为本土举办的大赛，国人对其关注度、参与度较境外大赛或显著提升，本土企业的广告赞助意愿及借赛事营销的需求亦或更高，给广告平台及相关营销代理公司或带来业绩增量。

图39：2016年和2018年前三季度，电梯海报和电梯电视的刊例花费的同比增速相对较高



数据来源：CTR、开源证券研究所

图40：分众传媒的营业收入增速均在大赛举办前夕达到阶段性高点



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 3.3 体育：大赛年叠加政策支持，多方市场需求或逐渐打开

### 3.3.2、重点推荐元隆雅图，受益标的包括舒华体育和分众传媒

#### (1) 元隆雅图 (002878.SZ)：冬奥会特许纪念品业务放量可期

#### 把握2022年冬奥会契机，特许纪念品放量值得期待，维持“买入”评级

2022年冬奥会宣传持续加码，公司作为冬奥会礼品特许经营方，或随着冬奥会宣传周期进程，提供各种标准化及定制化产品，满足冬奥会赞助商和消费者的多样化需求，利好礼赠品业务稳步前行。2021年前三季度，北京冬奥会特许纪念品收入同比增长141.57%，实现大幅增长。我们维持2021-2023年盈利预测不变，预计2021-2023年归母净利润分别为2.27/2.95/3.87亿元，对应EPS分别为1.02/1.33/1.75元，对应当前股价PE分别为17.2/13.2/10.0倍，维持“买入”评级。

#### 礼赠品业务稳步发展，新媒体营销业务快速增长

公司持续积极拓展客户巩固礼赠品龙头地位，开拓了百胜中国、中顺洁柔、德邦物流、太平洋保险、中国太平、美团等具有发展潜力的客户群体，主业稳步发展中。此外，公司通过子公司谦玛网络（其子公司沐鹏信息从事“营销+代运营”业务）布局新媒体营销服务，目前已贡献可观业绩增量。2021年上半年，新媒体营销服务收入为3.09亿元，同比增长40.07%，占公司营业收入比重快速提升至33.12%（同比+7.15pcts）；2021年前三季度，新媒体营销服务收入同比增长41.32%，或成为公司第二成长曲线。

#### 元隆有品和IP授权有望贡献业绩增量

公司确立了元隆有品和IP运营两大发展方向，未来均有望贡献业绩增量：元隆有品为平台电商模式，通过整合供应链为友商赋能，平台GMV存在较大提升空间，有望成为礼赠品行业的京东；IP运营可建立礼赠品业务的差异化竞争优势，并培育专业运营团队切入快速增长的潮流IP授权市场。

## 3.3 体育：大赛年叠加政策支持，多方市场需求或逐渐打开

### 3.3.2、重点推荐元隆雅图，受益标的包括舒华体育和分众传媒

#### (2) 舒华体育 (605299.SH)

体育大赛陆续召开，公司作为冬奥会官方健身器材供应商或持续受益。公司成为北京2022年冬奥会和冬残奥会官方健身器材供应商，受益于各类体育大赛陆续召开，公司的业绩或将保持快速增长势头。

与华为鸿蒙重磅合作，全场景智能健身领域再下一城。公司携手华为打造全球首款搭载鸿蒙操作系统的跑步机，产品亮相华为开发者大会，公司亦荣获华为“全场景智慧生活卓越合作伙伴”称号。未来公司将有更多智能化产品加入鸿蒙互联，与华为实现深度合作，或在智能健身领域形成先发优势、实现细分赛道的突破。

乘政策东风，家用健身领头羊有望迎来发展新机遇。2021年以来，国家推出多项政策扶持体育产业发展。2021年7月，国务院发布《全民健身计划（2021-2025年）》，支持健身设施供给、赛事活动组织等细分赛道的优质企业发展。公司作为健身设备供给龙头企业，有望享受政策红利，在全民健身的浪潮之下实现跨越式发展。

#### (3) 分众传媒 (002027.SZ)

梯媒龙头地位稳固，体育大赛陆续召开或拉动广告投放需求。2022年北京冬奥会和杭州亚运会即将来临，多数广告主倾向于结合体育大赛进行营销，尤其是互联网、消费品和汽车行业的公司，与公司的主要客户行业重合度较高。我们认为，体育大赛带动的广告需求或助力梯媒繁荣之势，公司作为国内生活圈媒体龙头，有望受益更多。

一二线城市点位持续加密，提价进展或较为顺利。公司重点进行一二线城市点位的加密，或注重提升单点位效能。同时，公司将从2021年开始，在每年的一月和七月进行刊例价格提升。量价齐升之下，公司或将步入发展快车道。

拟赴港上市，海外业务加速，或成未来增长新动力。公司为深入推进国际化战略，计划发行境外上市外资股（H股）并申请在香港联交所主板挂牌上市。2017年起，公司开始开拓海外梯媒市场，目前已覆盖了韩国、泰国等30多个主要城市。我们认为，公司赴港上市之后，或加速海外业务的开拓，海外市场成长可期。

# 重点推荐及受益标的

表5: 受益标的包括游戏、电商、体育板块

公司代码	公司简称	评级	股价	市值	每股收益(元/股)			市盈率(倍)			最新每股净资产
			(元)	(亿元)	2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E	(元/股)
002624.SZ	完美世界	买入	19.83	385	0.80	0.76	1.24	25	26	16	5.6
603444.SH	吉比特	买入	392.03	282	14.58	23.71	28.66	27	17	14	59.0
2400.HK	心动公司	买入	50.85	244	0.02	(1.01)	0.35	2543	(50)	145	5.9
1119.HK	创梦天地	买入	6.13	81	(0.36)	0.31	0.38	(17)	20	16	2.7
002605.SZ	姚记科技	买入	18.18	74	2.72	2.01	2.61	7	9	7	5.8
1024.HK	快手-W	买入	96.30	4,037	(125.25)	(3.84)	0.51	(1)	(25)	189	13.2
300785.SZ	值得买	买入	75.15	67	1.77	2.31	2.74	43	33	27	19.3
300792.SZ	壹网壹创	买入	50.98	122	2.15	1.62	1.95	24	32	26	7.2
002878.SZ	元隆雅图	买入	17.51	39	0.74	1.02	1.33	24	17	13	3.8
0700.HK	腾讯控股	未有评级	496.00	47,592	16.52	16.67	18.55	30	30	27	89.3
9999.HK	网易-S	未有评级	179.00	6,185	3.60	4.46	5.31	50	40	34	24.2
002555.SZ	三七互娱	未有评级	26.29	583	1.31	1.21	1.50	20	22	18	4.3
SE.N	SEA	未有评级	310.74	1,711	(3.39)	(2.88)	(2.19)	(92)	(108)	(142)	7.0
300494.SZ	盛天网络	未有评级	19.35	46	0.25	0.63	0.95	77	31	20	3.4
600633.SH	浙数文化	未有评级	7.55	98	0.39	0.44	0.49	19	17	15	6.7
2013.HK	微盟集团	未有评级	10.52	272	(0.52)	(0.16)	(0.07)	(20)	(66)	(150)	1.2
8083.HK	中国有赞	未有评级	0.79	136	-	(0.02)	(0.02)	-	(40)	(40)	0.2
605299.SH	舒华体育	未有评级	20.17	83	0.33	0.37	0.47	61	55	43	3.0
002027.SZ	分众传媒	未有评级	7.25	1,047	0.27	0.42	0.50	27	17	15	1.2

数据来源: Wind、开源证券研究所(未有评级公司盈利预测来自Wind一致预测,股价截至2021年11月19日收盘,股价及市值,A股公司货币单位为人民币,港股公司货币单位为港元,美股公司货币单位为美元。)

# 目录

## CONTENTS

- 1 业绩复盘：逐渐从疫情的影响中走出
- 2 市场复盘：政策监管或成为影响板块收益率及估值的重要变量
- 3 2022年投资策略：聚焦“游戏、电商、体育”三大投资主线
- 4 风险提示

- (1) 行业政策监管趋严风险。游戏公司业务开展受行业政策的影响较大，监管政策的变化对公司业绩的影响存在不确定性。
- (2) 游戏版号政策具有不确定性。游戏版号是游戏进行商业化运营必须的批准文件，游戏版号恢复发放的时间和数量具有不确定性。
- (3) 直播电商GMV增长不及预期风险。若直播电商GMV增长低于预期，可能导致相关公司未来业绩低于预期。
- (4) 体育大赛能否如期举行具有不确定性。体育比赛的举办受疫情影响具有不确定性。

## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 股票投资评级说明

	评级	说明	<b>备注：</b> 评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。
证券评级	买入（buy）	预计相对强于市场表现20%以上；	
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现5%~20%；	
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；	
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现5%以下。	
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；	
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；	
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。	

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及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、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及

的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

上海：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层

邮箱：research@kysec.cn

北京：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层

邮箱：research@kysec.cn

深圳：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮箱：research@kysec.cn

西安：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮箱：research@kysec.cn

THANKS

感 谢 聆 听



开源证券