

# 疫情修复叠加监管触底，下半年锚定确定性

## ——2022年传媒行业中期策略

行业评级：看好

2022年6月22日

姓名	姚天航
邮箱	yaotianhang@stocke.com.cn
电话	13691994572
证书编号	S1230522010001

## 1、传媒板块回顾：行情弱于大盘，向好信号释放

- 行情回顾：2022年1月1日至2022年5月30日，传媒板块跌幅超26%，跑输大盘，子板块分化趋势显著。
- 业绩复盘：2021年传媒板块整体营收提高10%+，归母净利增长，整体回暖；22年Q1行业营收基本保持不变，但归母净利小幅下滑
- 基金持仓：板块持仓维持低配，传媒行业位于第14位/总30位，处于各行业中游位置；相较2021年年末，持仓量小幅缩减，重仓股变动不大。
- 行业要闻：1)游戏方面，4月版号重启核发，成为行业强心剂刺激整体回暖；2)影视方面，头部长视频平台多次提价，暗含盈利危机；3)平台方面，上半年多次高层会议及相关事项提示，目前我国监管走向常态，政策风险基本筑底，边际向好信号不断释放。

## 2、中期策略主线一：疫情修复可期，线下回暖在即

- 疫情向好复苏消费营销，关注分众传媒与兆讯传媒：随着疫情防控向稳向好，经济有望迎来提振，消费复苏通过广告主预期传导，催化营销板块反弹增长。1)分众传媒：我们认为从媒介视角看，梯媒在后疫情时代更具性价比；增长逻辑在于紧抓主力战略客户，保证高留存稳定基本盘，同时开拓新兴增长客户，追求长合作，从而实现业绩超预期；2)兆讯传媒：公司为国内专业高铁数字媒体运营商，媒体资源覆盖全国超500个铁路客运站；除了主营高铁媒体外，公司拟布局户外裸眼3D大屏业务，作为第二成长曲线驱动公司营收增量。
- 疫情修复线下文娱，关注院线板块与华立科技：1)院线板块。我们认为随着下半年供给端将迎来拐点，而需求端随疫情转好释放“报复性”需求，进而院线受益；2)华立科技。华立科技是国内游艺设备龙头，其IP卡牌业务近年高速增长，该业务集卡牌盲盒、游艺玩乐、收藏社交特点于一身，华立科技在独家IP、渠道积累、运营经验方面深筑护城河，目前受疫情防控对业务的影响，市场预期处于低位，伴随疫情转好和线下消费需求增长，业绩有望超预期。

### 3、中期策略主线二：政策边际向好，关注确定性龙头

- 中期策略主线二重点关注线上游戏行业，我们认为，短期关注版号放开及其核发节奏，游戏行业政策边际向好，2022年4月游戏版号重启，向行业注入强心剂，刺激复苏；通过复盘18年版号重启历程，我们判断短期有望修复估值，但由于近年来行业面临竞争加剧，流量采买成本陡升，历史并非简单重演。
- 长期关注游戏出海。国内游戏渗透率基本见顶，游戏出海仍然是国内游戏厂商未来的重要机会点
- 基于我们的判断，建议关注确定性龙头：1)三七互娱。游戏出海加速，优秀新品兑现，2022年Q1营收实现高增长；精品化研发+精细化运营成壁垒，产品储备丰富，出海业务持续加速；2)吉比特。主力游戏持续发力，新上线游戏助力增长，22Q1营收实现同比增长~10%；存量产品保证业绩稳企，增量产品补充业绩增量。

### 4、中期策略主线三：政策逐步放松，关注元宇宙板块

- 政府加码元宇宙板块，有望激发市场活力。国内各地政府陆续出台相关积极政策，进一步催化板块加速发展，激发市场整体活力。
- 我们认为，目前数字藏品业务蕴含投资先机，原因在于该项业务1) 所需底层基础设施相对更完善；2) 契合国家文化数字化战略；3) 挂钩元宇宙原生资产，市场潜力大。数字藏品业务在发行模式上，我国主要以PGC模式为主；在流通模式上，我国主要以一级交易为主，二级交易模型处于新兴模式，行业正在处于创新尝试期。国内政策导向在于积极发挥数字藏品“以虚促实”、“文化数字化”等正向功能，而弱化其货币或金融属性；相应的，我们认为，国内数字藏品的估值逻辑与国外不同，国外在于交易，国内在于IP。
- 我们建议关注三人行、博瑞传播、浙文互联、中手游、视觉中国、奥飞娱乐、天下秀等布局数字藏品业务公司。

## 风险提示

- 1、疫情反复风险；
- 2、政策监管风险；
- 3、国内宏观经济恢复不及预期；
- 4、国内消费恢复不及预期；
- 5、游戏公司海外业务拓展不及预期；
- 6、成本费用管控不及预期；
- 7、元宇宙技术发展与应用落地不及预期；
- 8、政策监管态度不及预期。

# 目录

CONTENTS

## 01 传媒板块回顾：行情弱于大盘，向好信号释放

行情回顾；业绩复盘；基金持仓；行业要闻

## 02 中期策略主线一：疫情修复可期，线下回暖在即

疫情向好复苏消费营销，关注分众传媒与兆讯传媒；疫情修复线下文娱，关注院线板块与华立科技

## 03 中期策略主线二：政策边际向好，关注游戏龙头

游戏版号重启，政策边际向好；国内渗透见顶，把握出海机会；建议关注确定性龙头

## 04 中期策略主线三：政策逐步放松，关注元宇宙板块

积极政策陆续出台；数字藏品业务蕴含投资先机，模式创新在即；国内市场重产品轻金融，重IP轻交易；建议关注相关企业

## 05 风险提示

疫情反复风险；政策监管风险；宏观经济恢复不及预期；国内消费恢复不及预期等

# 01

## 传媒板块回顾

行情弱于大盘，向好信号释放

# 1.1 行情回顾<sup>1</sup>: 传媒板块跑输大盘, 子板块分化趋势显著

2022年上半年传媒板块(中信)表现低迷, 截至2022年5月30日, 板块跌幅超26%, 低于沪深300指数约7.63个百分点; 其中, 子板块分化趋势显著, 受国家战略利好, 二级行业媒体板块表现坚挺, 跑赢大盘; 三级行业中广播电视、出版、动漫跑赢大盘。

上半年传媒板块跌幅26%, 行业排名28/30, 跑输沪深300指数7.63个百分点

子板块分化趋势显著, 广电、动漫、出版跑赢大盘

图1-1: 沪深300指数及中信一级各行业指数涨跌幅

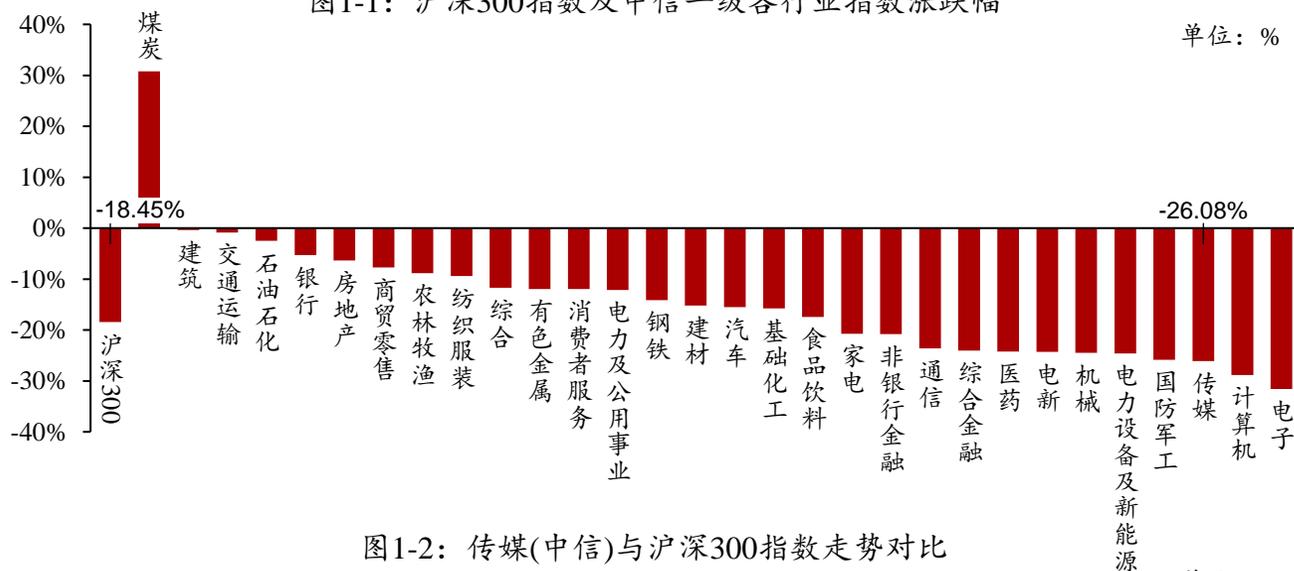


图1-2: 传媒(中信)与沪深300指数走势对比

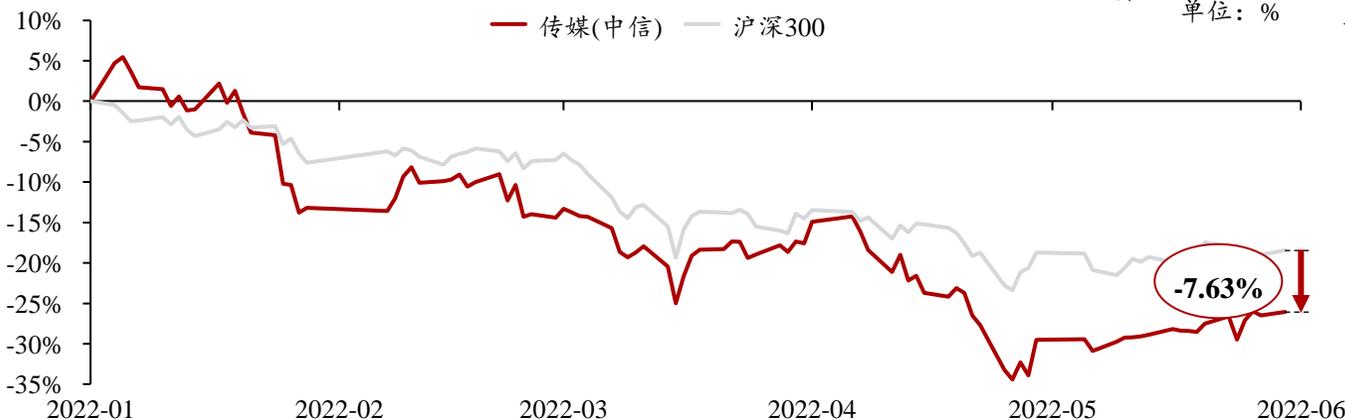
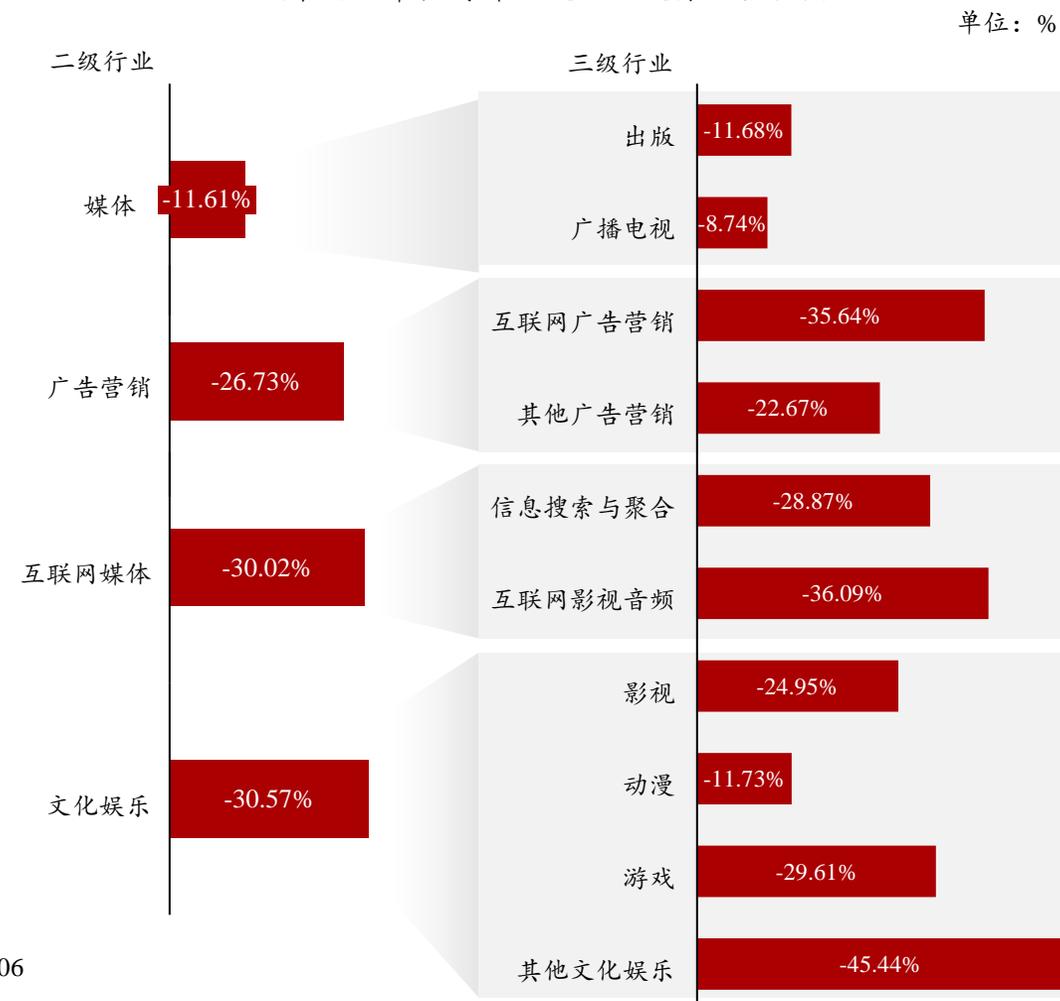


图1-3: 中信传媒二级及三级行业涨跌幅



注: 1.行情数据口径为2022年1月1日至2022年5月30日

资料来源: Wind、浙商证券研究所

2021年，传媒板块整体营收与归母净利增长亮眼，回暖态势明显；2022年Q1受宏观经济放缓及疫情防控影响，营收基本维持，但归母净利小幅下滑；细分板块来看，2022年Q1仅媒体板块(包括出版、广播电视)营收与归母净利同比增长，其余板块均有不同程度的回落。

相较于去年同期，2022Q1传媒板块整体营收基本保持不变，归母净利有所下滑

子板块中，仅媒体板块Q1营收同比增长，其余板块回落

图1-4：近5年传媒行业(CI005028.WI)营收、归母净利及其同比增速

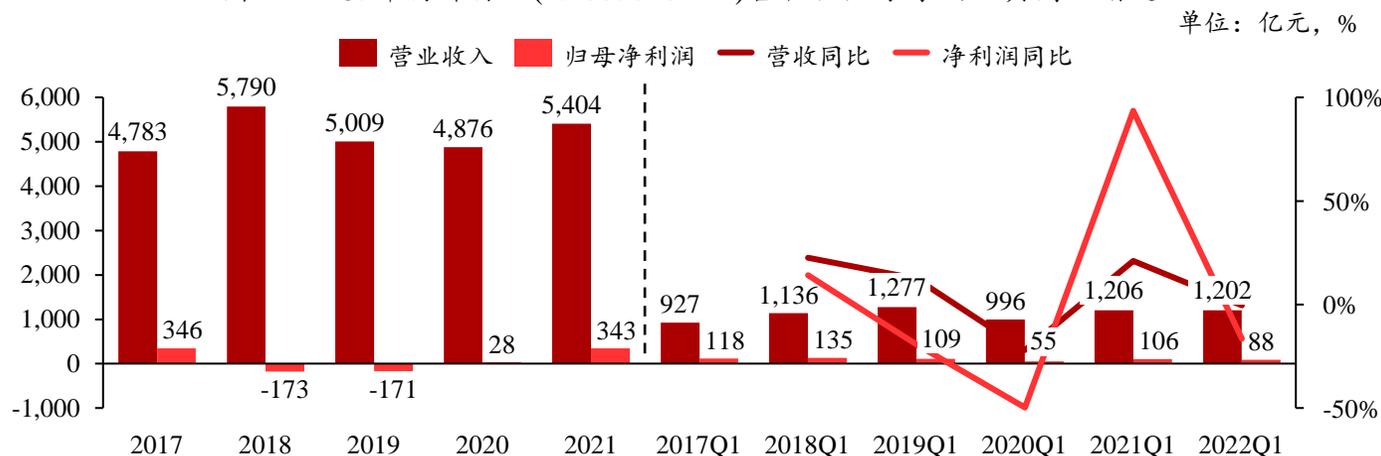
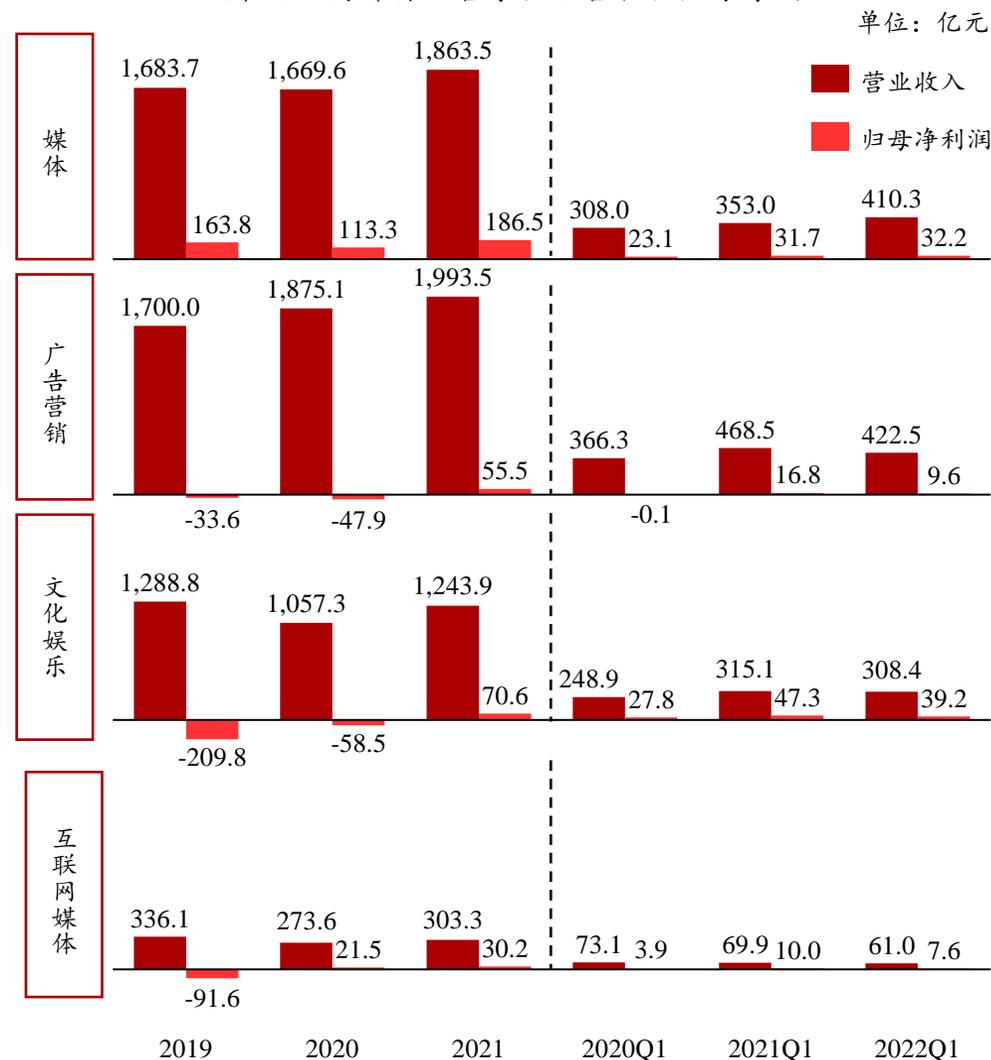


表1-1：重仓传媒股营收及归母净利情况

证券代码	证券简称	所属行业	2021年				2022年Q1			
			收入	同比	归母净利	同比	收入	同比	归母净利	同比
002027.SZ	分众传媒	广告营销	148.36	22.64%	60.63	51.43%	29.39	-18.19%	9.29	-32.12%
002555.SZ	三七互娱	游戏	162.16	12.62%	28.76	4.15%	40.89	7.11%	7.60	550.80%
300413.SZ	芒果超媒	影视	153.56	9.64%	21.14	6.66%	31.24	-22.08%	5.07	-34.39%
002291.SZ	星期六	广告营销	28.11	30.70%	-7.00	-2980%	8.03	60.04%	0.87	824.00%
603444.SH	吉比特	游戏	46.19	68.44%	14.68	40.34%	12.29	9.98%	3.50	-4.27%
300251.SZ	光线传媒	影视	11.68	0.74%	-3.12	-207%	4.41	83.94%	0.75	-62.41%
605168.SH	三人行	广告营销	35.71	27.18%	5.05	39.18%	8.95	58.83%	0.60	13.07%
601928.SH	凤凰传媒	出版	125.17	3.15%	24.57	53.98%	31.96	19.99%	4.75	-31.73%

资料来源：Wind、浙商证券研究所

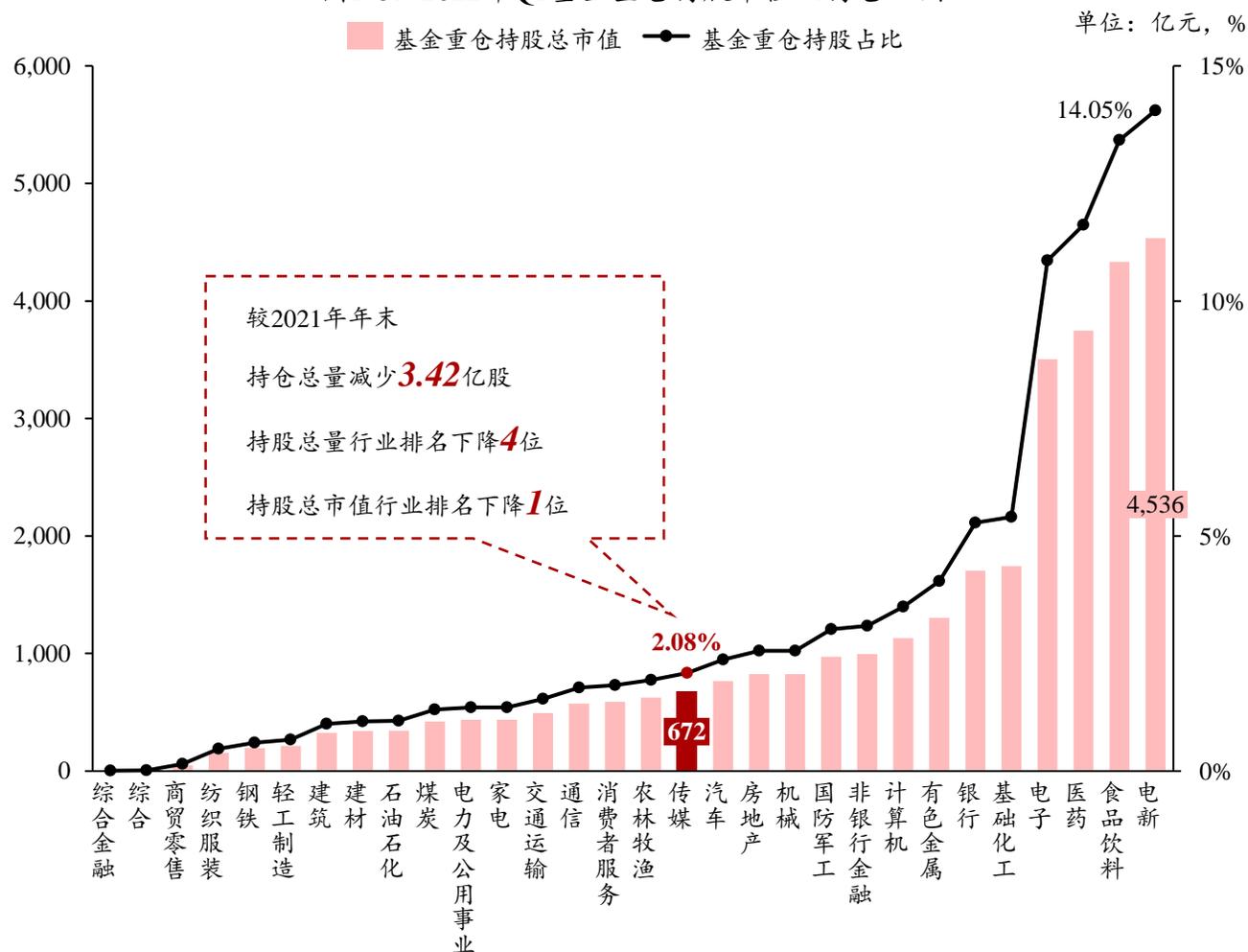
图1-5：传媒行业各子板块营收、归母净利



根据2022年一季报，传媒行业位于基金重仓持股第14位/总30位，处于各行业中游位置；相较2021年年末，传媒行业重仓持仓量小幅缩减，行业排名亦有所下降；2021年Q1按持股市值排序，前五大重仓股分别为分众传媒、三七互娱、芒果超媒、星期六、吉比特。

### 传媒行业位于基金持仓市值中游(14/30)，相较21年年末持仓小幅缩减

图1-6：2022年Q1基金重仓持股市值及持仓比例



### 前五大重仓股为分众、三七、芒果、星期六、吉比特

表1-2：2022年Q1基金重仓持股传媒行业标的(按持股市值排序)

单位：支，家，万股

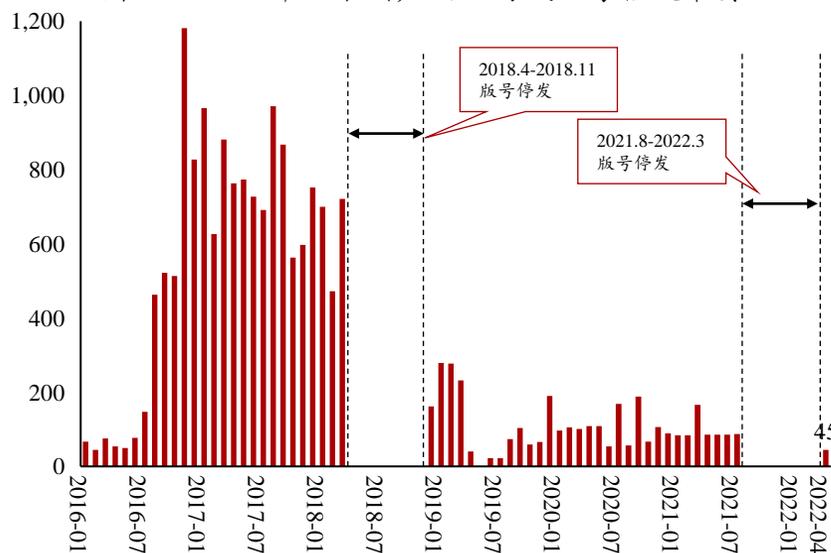
证券代码	证券简称	持有基金数	持股总量 (万股)	季报持仓变动 (万股)	持股总市值 (万元)
002027.SZ	分众传媒	126	147,180.37	-39,941.68	899,272.07
002555.SZ	三七互娱	135	29,714.23	7,287.54	696,722.72
300413.SZ	芒果超媒	44	15,670.01	-2,188.55	488,277.57
002291.SZ	星期六	19	8,514.15	3,808.63	151,332.46
603444.SH	吉比特	55	315.38	-237.61	113,695.43
300251.SZ	光线传媒	13	12,861.17	-4,075.66	105,461.59
605168.SH	三人行	35	650.68	616.19	101,896.25
601928.SH	凤凰传媒	13	9,688.90	-387.68	73,732.50
601098.SH	中南传媒	13	6,800.28	-563.46	64,466.62
300058.SZ	蓝色光标	23	7,627.74	-1,501.05	63,844.21
000681.SZ	视觉中国	27	3,622.27	1,480.84	58,680.84
002602.SZ	世纪华通	19	8,271.79	-2,255.52	51,864.11
300133.SZ	华策影视	7	8,968.14	-2,164.57	45,558.17
002624.SZ	完美世界	23	3,453.80	-5,874.44	44,415.88
300418.SZ	昆仑万维	13	1,721.23	246.13	28,985.46
002558.SZ	巨人网络	10	2,456.62	1,667.73	24,762.70
600977.SH	中国电影	4	1,866.86	248.42	21,020.87
600637.SH	东方明珠	10	2,645.16	-499.18	20,579.31
600373.SH	中文传媒	11	1,439.34	19.25	16,278.95
300280.SZ	紫天科技	2	474.72	12.47	13,287.36

游戏方面，4月版号重启核发，成为行业强心剂刺激整体回暖，短期市场预期转好有望推动估值恢复，长期监管更趋规范严格；影视方面，头部长视频平台多次提价，提价举措拉动营收短期有效长期乏力；平台方面，政策风险基本筑底，边际向好信号不断释放。

### 游戏：版号核发重启，强心剂刺激行业回暖，政策监管趋于明朗

### 影视：长视频平台再度提价，拉动营收短期有效，长期需关注优质内容

图1-7：2016年至今国产网络游戏版号核发节奏



#### 事件

2022年4月11日晚，国家新闻出版署官方公示了2022年4月国产网络游戏审批信息，共计45款游戏获批。自去年7月暂停核发8个月后，国产游戏版号重启。

#### 判断

我们认为此次版号重启核发为行业强心剂，将刺激游戏行业整体回暖，通过类比过往重启行情，市场预期转好有望推动估值恢复。同时，我们判断行业监管将更加规范严格，市场竞争将更加激烈，版号作为稀缺资源，向头部公司聚拢趋势凸显。

表1-3：2021年以来长视频平台提价对比

调整	爱奇艺		腾讯视频		芒果TV					
	前	后	前	后	前	后				
单月	19.8	25	25	30	20	30	25	25		
连续包月	15	19	19	22	15	20	20	25	18	19
季度	58	68	68	78	58	68	68	78	68	68
连续包季	45	58	58	63	45	58	58	68	53	58
包年	198	248			198	253	253	258	228	248
连续包年	178	218			178	218	218	238	208	218

#### 事件

2021年以来，爱奇艺、腾讯视频、芒果TV等头部长视频平台多次上调会员价。

#### 判断

长视频平台多次提价，暗含盈利困难的危机。一方面，长视频行业内部为争夺用户订阅，展开激烈的版权战，致使内容版权价格不断抬升；另一方面，短视频、中视频等其他内容平台抢占用户注意力，用户数量及使用时长出现下滑。我们认为，提价带来的营收增长仅在短期有效，长期需关注优质内容的可持续供给。

### 平台：监管走向常态，政策风险基本筑底，积极信号不断释放

#### 事件

- 2022年1月5日，国家市场监督管理总局公示13起反垄断处罚案，包括腾讯、阿里巴巴、哔哩哔哩在内的多家企业受到行政处罚，涉案企业罚款金额均为50万元；
- 2022年4月26日，国家市场监督管理总局副局长、国家反垄断局局长甘霖在国新办新闻发布会上表示，《反垄断法》的修订工作持续推进，将有望于年内正式出台；
- 2022年4月29日，中共中央政治局召开会议，会议表示要促进平台经济健康发展，完成平台经济专项整改，实施常态化监管，出台支持平台发展的具体措施；
- 2022年5月17日，全国政协在京召开“推动数字经济持续健康发展”专题协商会，会议表示“要努力适应数字经济带来的全方位变革”、“支持平台经济、民营经济持续健康发展，处理好政府和市场关系”、“支持数字企业在国内外资本市场上市”；
- 2022年5月22日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《关于推进实施国家文化数字化战略的意见》，《意见》提出了8项重点任务，其中提出加快文化产业数字化布局，在文化数据采集、加工、交易、分发、呈现等领域培育一批新型文化企业，引领文化产业数字化建设方向，例如形成文化专网、发展数字化文化消费新场景、大力发展线上线下一体化验等。

#### 判断

我们认为上半年平台经济相关的多次高层会议及相关事项提示，目前我国对平台经济的监管已逐步走向常态，政策风险基本筑底，平台经济及文化相关边际向好信号不断释放。

# 02

## 中期策略主线一

疫情修复可期，线下回暖在即

后疫情时代以来，我国的疫情防控始终取得较好的成绩；但自2022年3月起，传染性更强、传播速度更快的变异新冠病毒株奥密克戎在我国多地传播，深圳、上海等地陆续采取严格防控举措。我们认为，严格防控期间受物流和人流限制影响，消费需求与线下文娱需求受到大幅度抑制；预计下半年疫情转向向好趋势，消费需求与线下文娱需求将短时间大规模反弹。

### 1/ 疫情向好复苏消费营销，关注分众传媒与兆讯传媒

- 疫情向好驱动物流、人流修复，进而逐步促进消费复苏；
- 广告主预期消费复苏，通过市场营销抢占市场，即消费复苏传导至营销回暖；
- 营销板块中，建议关注分众传媒：梯媒覆盖核心消费人群，受消费广告主青睐。



### 2/ 疫情修复线下文娱，关注院线板块与华立科技

- 随疫情转好，先前受压抑的线下文娱需求预计得到释放；
- 线下文娱业中，观影需求反弹，影片供给预期向好，院线承接行业景气；
- 华立科技则以游艺卡牌业务吸引人流，新兴商业模式下高客单价高复购。



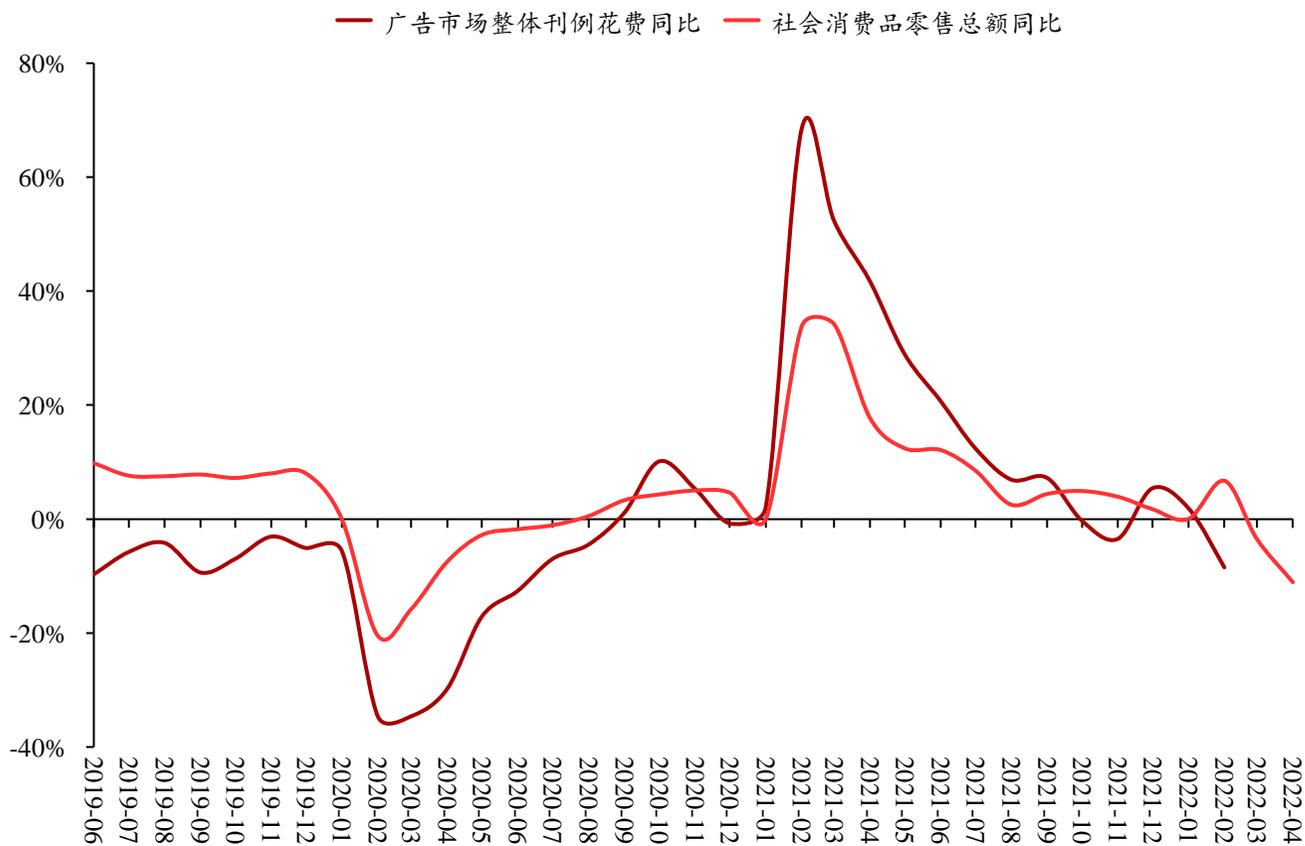
在新冠肺炎疫情等外部冲击下, 广告主往往基于对宏观景气度的预期, 灵活调整其营销费用。因此, 广告营销行业往往成为宏观经济景气度的前导与放大指标。2022年上半年, 部分一线城市出现疫情, 市场对于经济增长担忧加剧。至6月份, 疫情防控向稳向好, 经济有望迎来提振, 消费复苏通过广告主预期传导, 催化营销板块反弹。

**在疫情等外部冲击下, 广告主往往基于景气度预期灵活调整营销费用  
因此, 广告营销行业往往成为宏观经济景气度的前导与放大指标**

**2022年奥密克戎毒株新冠疫情防控向稳向好  
经济有望迎来提振, 消费复苏通过广告主预期传导至营销板块**

图2-1: 广告市场整体刊例花费与社会消费品零售总额同比对比

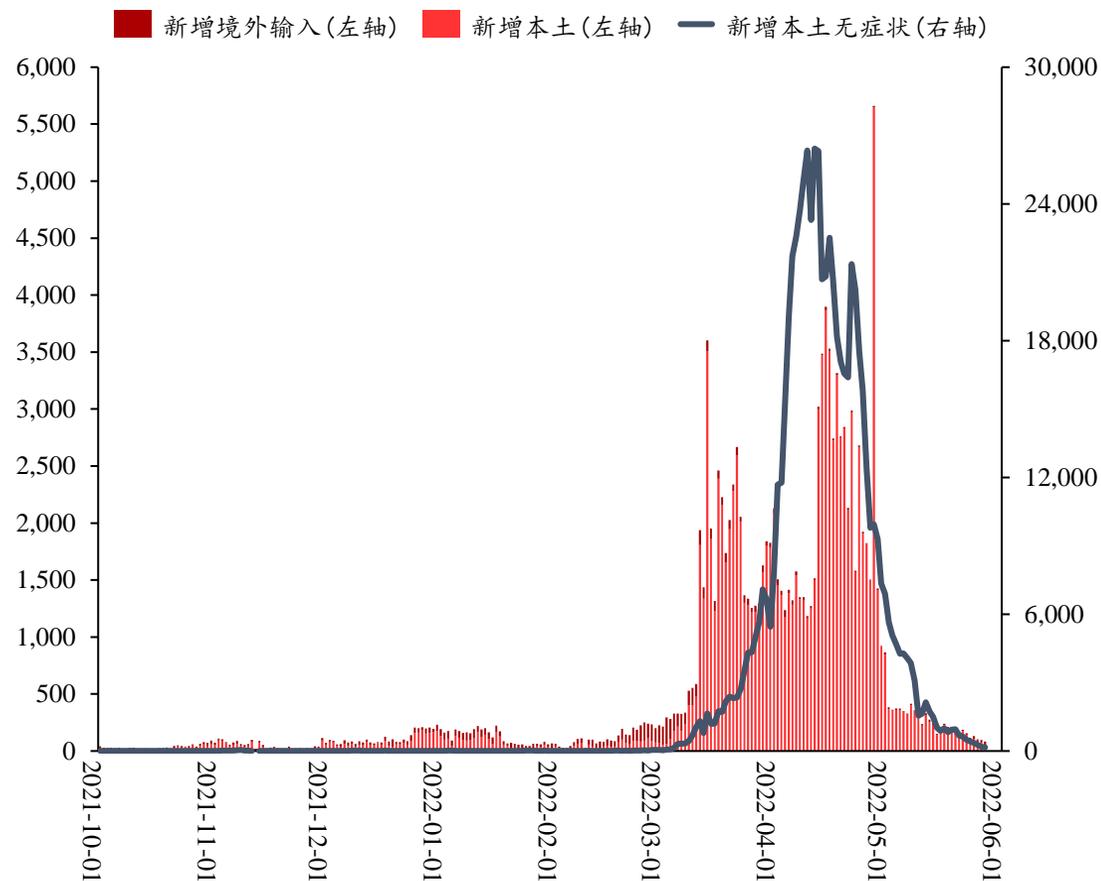
单位: %



资料来源: CTR、国家统计局、国家卫健委、Wind、浙商证券研究所

图2-2: 2021年10月-2022年5月全国疫情新增人数

单位: 人



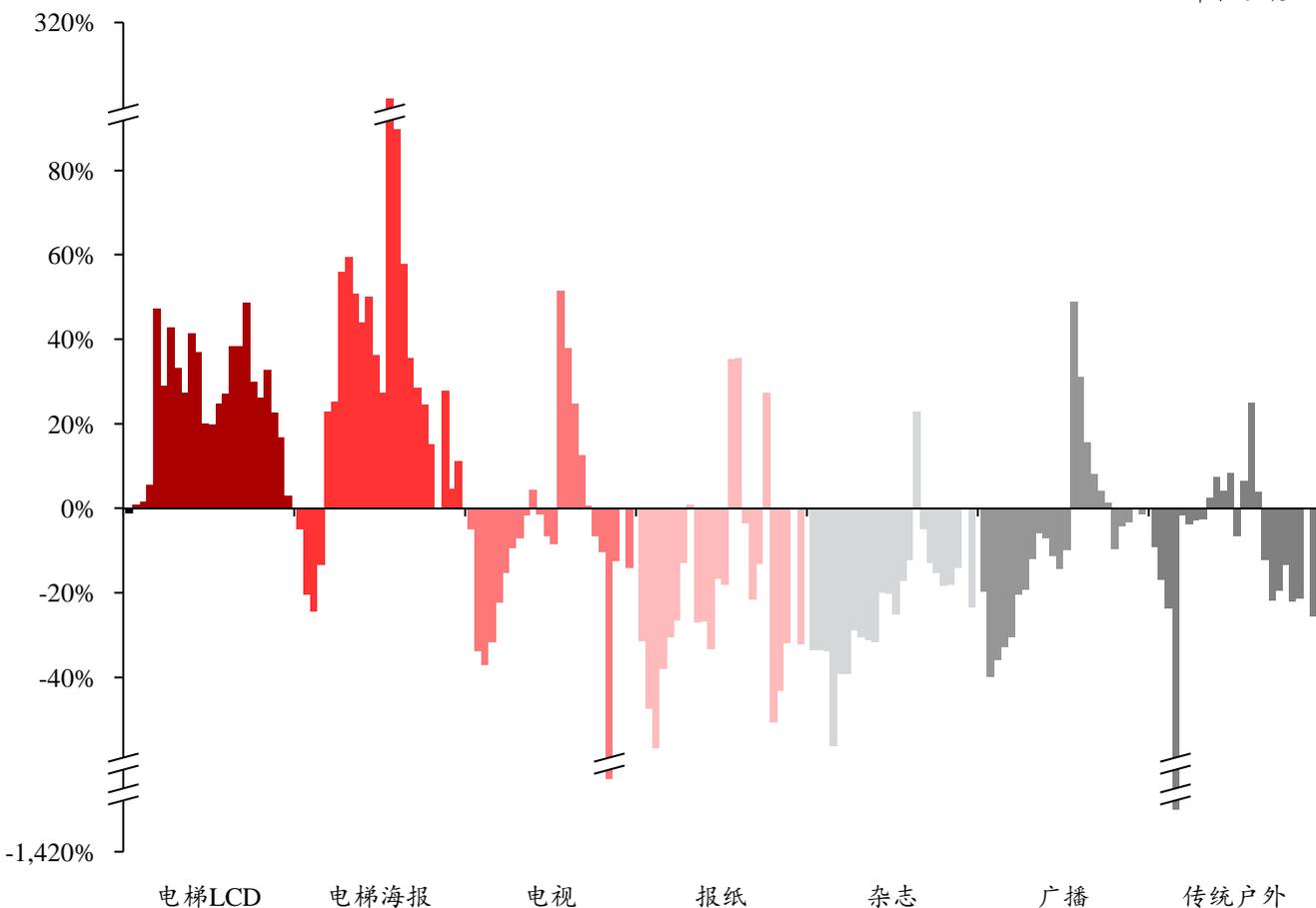
后疫情时代, 线下媒体整体走弱, 媒介价值分化, 电视、报纸、杂志等传统媒体普遍下滑, 梯媒价值在线下媒体中逆势上扬增长; 线上媒体方面, 移动互联网用户增长见顶, 流量红利消退, 相应地, 线上流量采买价格近期显著增长, 而线下梯媒的媒介性价比凸显。

**线下媒体: 后疫情时代, 线下媒体整体走弱, 媒介价值分化显露**  
**电视、报纸、杂志等传统媒体普遍下滑, 梯媒价值逆势上扬增长**

**线上媒体: 移动互联网用户增长见顶, 流量红利消退**  
**相应地, 线上流量采买价格显著增长, 线下梯媒性价比凸显**

图2-3: 2020年1月至2022年2月各传统媒介刊例花费月度同比

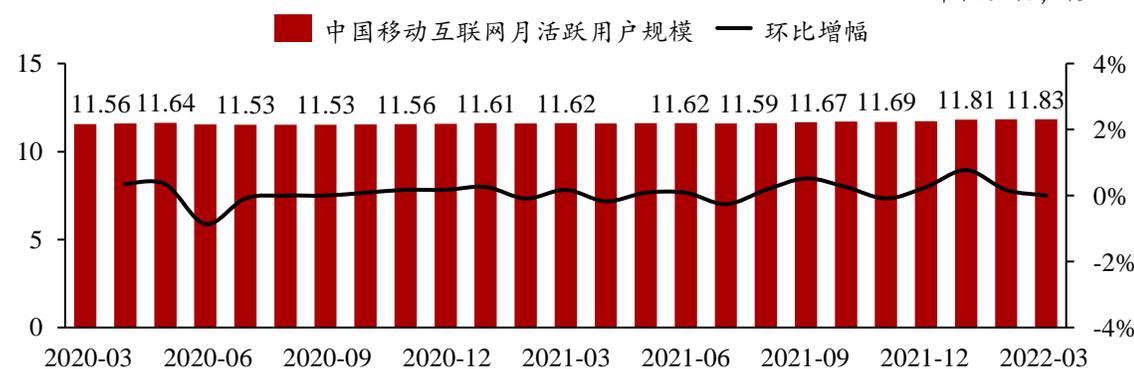
单位: %



资料来源: CTR、Quest Mobile、浙商证券研究所

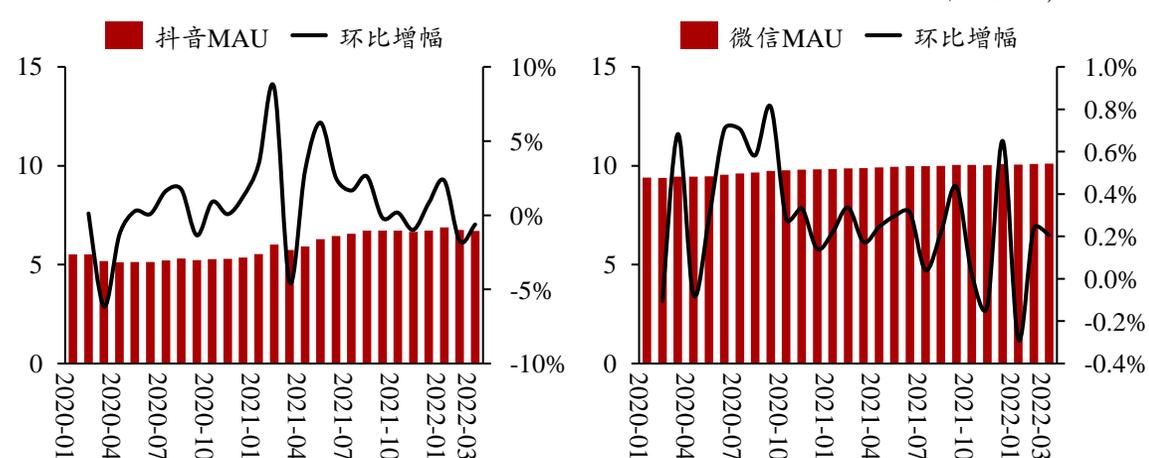
图2-4: 中国移动互联网月活跃用户规模及增幅

单位: 亿, %



2-5: 抖音、微信月活跃用户规模

单位: 亿, %



# 2.1 关注分众传媒(3/4): 从广告主视角看, 分众契合消费主流人群

分众传媒生活圈媒体网络覆盖全国。数量层面, 楼宇媒体点位数量市场第一; 质量层面, 手握高线城市优质写字楼、住宅楼等资源, 通过密度网络实现媒体价值; 广告主层面, 分众传媒辐射主流风向标人群, 尤其契合消费行业广告主, 近年来已实现营收结构进一步优化。

## 分众梯媒牢牢掌握市场核心点位, 主要覆盖高线城市写字楼、住宅楼

## 辐射主流风向标人群, 实现必经、高频、低干扰的有效到达

图2-6: 分众传媒自营电梯电视点位数量

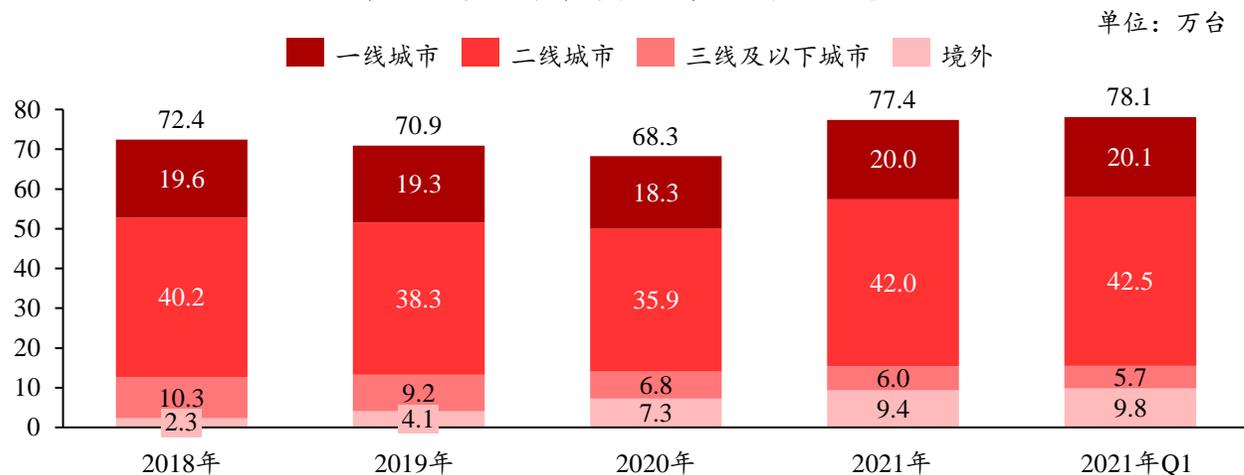
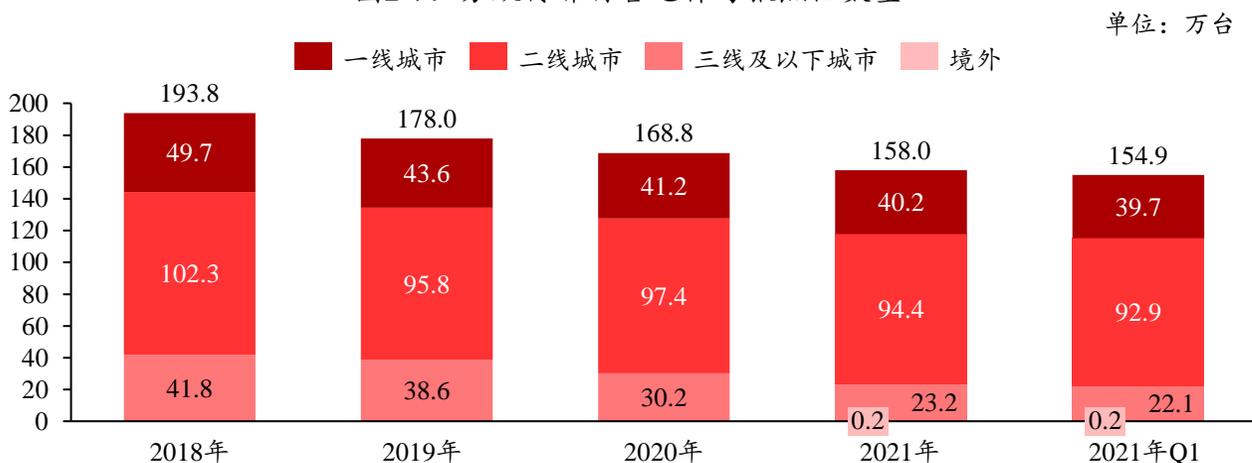


图2-7: 分众传媒自营电梯海报点位数量

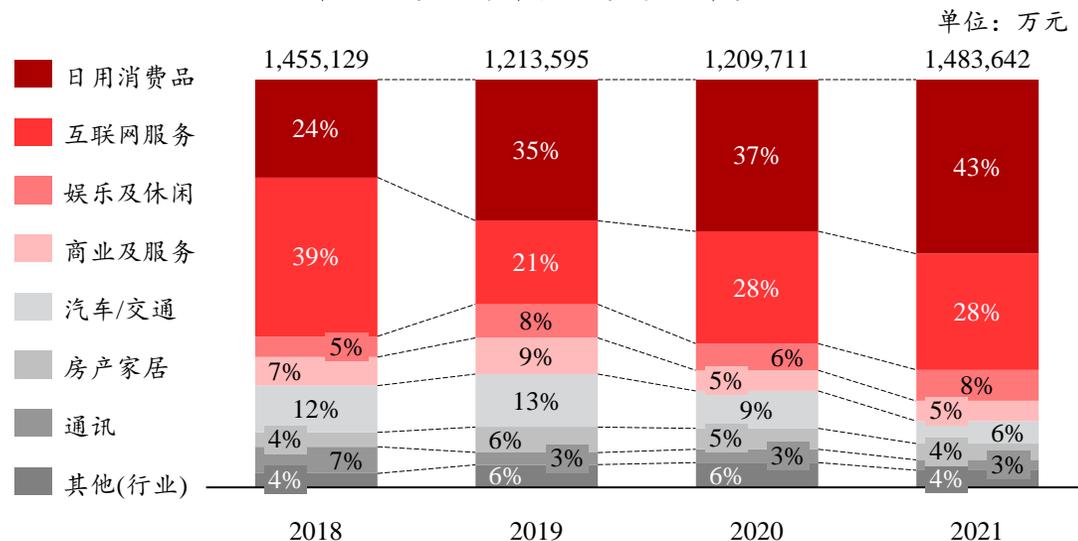


**□ 点位辐射消费主流风向标人群**  
分众点位覆盖日均4亿城市主流消费人群的工作场景、生活场景、娱乐场景和消费场景, 筑就强大的品牌引爆力

**□ 消费行业广告主投放稳定且增长**  
一方面, 分众覆盖的人群与消费行业广告主的目标人群契合; 另一方面, 消费广告主存在每年新品发布、换新包装、换新代言人、换新广告宣传片等特点, 保证了在分众稳定且增长的投放预算

## 主动调整+调性契合, 消费行业广告主成为稳定增长基石

图2-8: 分众传媒收入分行业拆分



资料来源: 公司年报、Wind、浙商证券研究所

我们认为分众传媒的核心优势在于利用先发优势抢占市场稀缺优质点位, 点位形成规模筑就范围大、效果优的营销网络; 从而获得大广告主资源与议价能力, 实现营收与盈利增长; 进而以资金反哺点位优化, 形成良性循环; 增长逻辑方面, 与过往做多客户的逻辑不同, 而在于紧抓主力战略客户, 保证高留存, 稳定基本盘, 同时开拓新兴增长客户, 追求长合作, 实现高弹性。

**核心优势: 利用先发优势抢占优质点位, 形成规模打造营销网络; 获得大广告主资源, 实现高营收; 进而反哺点位优化, 形成良性循环**

**增长逻辑: 紧抓主力战略客户, 保证高留存, 稳定基本盘; 开拓新兴增长客户, 追求长合作, 实现高弹性**

产业链	参与者	分众核心优势	2017-2018年 互联网浪潮时期	当前及未来 后互联网浪潮时期
上游 点位供应商		<p><b>□ 全国范围的点位网络</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▶ 利用先发优势, 率先抢占优质楼宇点位</li> <li>▶ 通过长期合作协议, 稳定上游合作关系</li> <li>▶ 借助资金实力, 实现点位长期壁垒</li> </ul>	<p><b>销售策略</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>□ 不断开拓新客户, 做多客户数量</li> <li>□ 以互联网客户为主</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>□ 注重客户结构和客户质量</li> <li>□ 紧抓大体量的战略与大型客户</li> <li>□ 同时开拓其他新兴客户</li> </ul>
分众传媒		<p><b>□ 资金与业务的良性循环</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▶ 优质点位成规模, 筑就范围大、效果优营销网络</li> <li>▶ 拥有优质下游客户资源, 并不断优化结构</li> <li>▶ 营收增长, 保持盈利, 资金实力反哺点位优化, 形成良性循环</li> </ul>	<p><b>代表客户</b></p> 	
下游 广告主		<p><b>□ 大广告主资源</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▶ 覆盖全国范围的优质营销网络, 提高对广告主的议价能力</li> <li>▶ 刚性点位成本+弹性广告投放, 实现高营收增长与盈利</li> </ul>	<p><b>增长逻辑</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>□ 乘移动互联网与新经济之风, 拓展新客户, 新客户增量带动营收增量;</li> <li>□ 但续约率一般, 客户流失与拓展同在, 营收保持增长较为困难</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>□ 一方面, 紧抓主力战略客户, 保证高留存, 稳定基本盘;</li> <li>□ 另一方面, 开拓新兴增长客户, 追求长合作, 实现高弹性</li> </ul>

注: 1.数据为估算值, 仅供参考; 客户层次依据该客户年度投放总额划分

资料来源: Wind、浙商证券研究所

兆讯传媒为国内专业高铁数字媒体运营商, 媒体资源覆盖全国超500个铁路客运站, 市占率超70%, 与下游优质客户建立良好合作关系; 除了主营高铁媒体外, 根据公司5月31日公告, 公司拟布局户外裸眼3D大屏业务, 作为第二成长曲线驱动公司营收增量。

## 复工复产高铁客流恢复, 催化高铁媒体价值回归

图2-9: 公司媒体资源网络覆盖情况

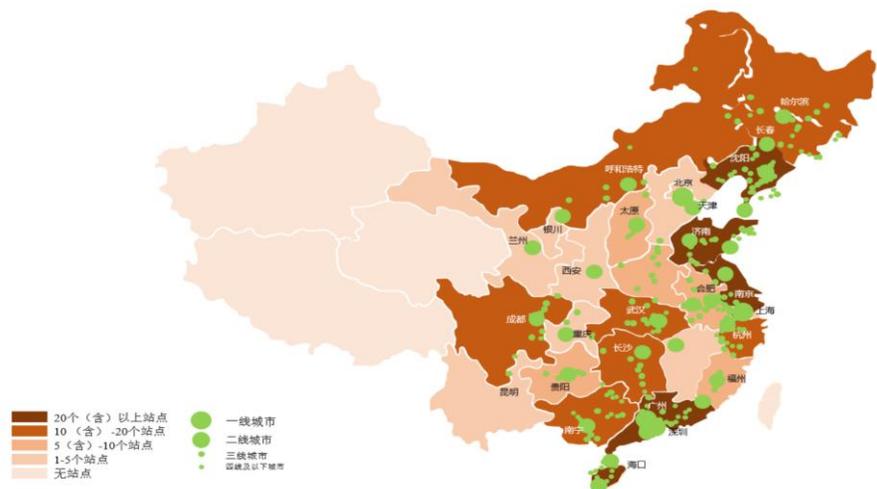


图2-11: 公司高铁媒体业务三种媒体类型



车站电视媒体



车站刷屏媒体



LED大屏

资料来源: 兆讯传媒招股书、兆讯传媒官网、公开资料整理、浙商证券研究所

图2-10: 公司合作客户



## 布局户外裸眼3D大屏, 第二曲线驱动营收增量

- 公司2022年5月31日公告, 公司拟投资总金额42,106.62万元建设户外裸眼3D高清大屏项目, 拟在省会及以上城市通过自建和代理方式取得15块户外裸眼3D高清大屏, 项目建设期3年, 经营期9年。
- 根据公司披露的经济结果, 该项目15块户外裸眼3D大屏年平均销售收入(不含税)约23,514.27万元, 年平均净利润7,478.54万元

图2-12: 户外裸眼3D大屏示意图



## 关注院线板块(1/7): 回顾2021, 供给端国产恢复, 进口缺席

以上映数量、票房表现维度复盘供给端, 我们发现国产电影基本占市场约80%份额, 且占比持续走高; 聚焦疫情恢复情况, 我们发现2021年国产电影供给已基本恢复至疫情前水平, 但进口电影表现走弱; 同样, 从头部票房电影来看, 国产电影席位增多, 进口电影缺席严重。

从上映数量、票房表现等维度国产电影成为市场主力,  
21年国产电影从疫情影响中恢复良好, 进口电影供给缺席

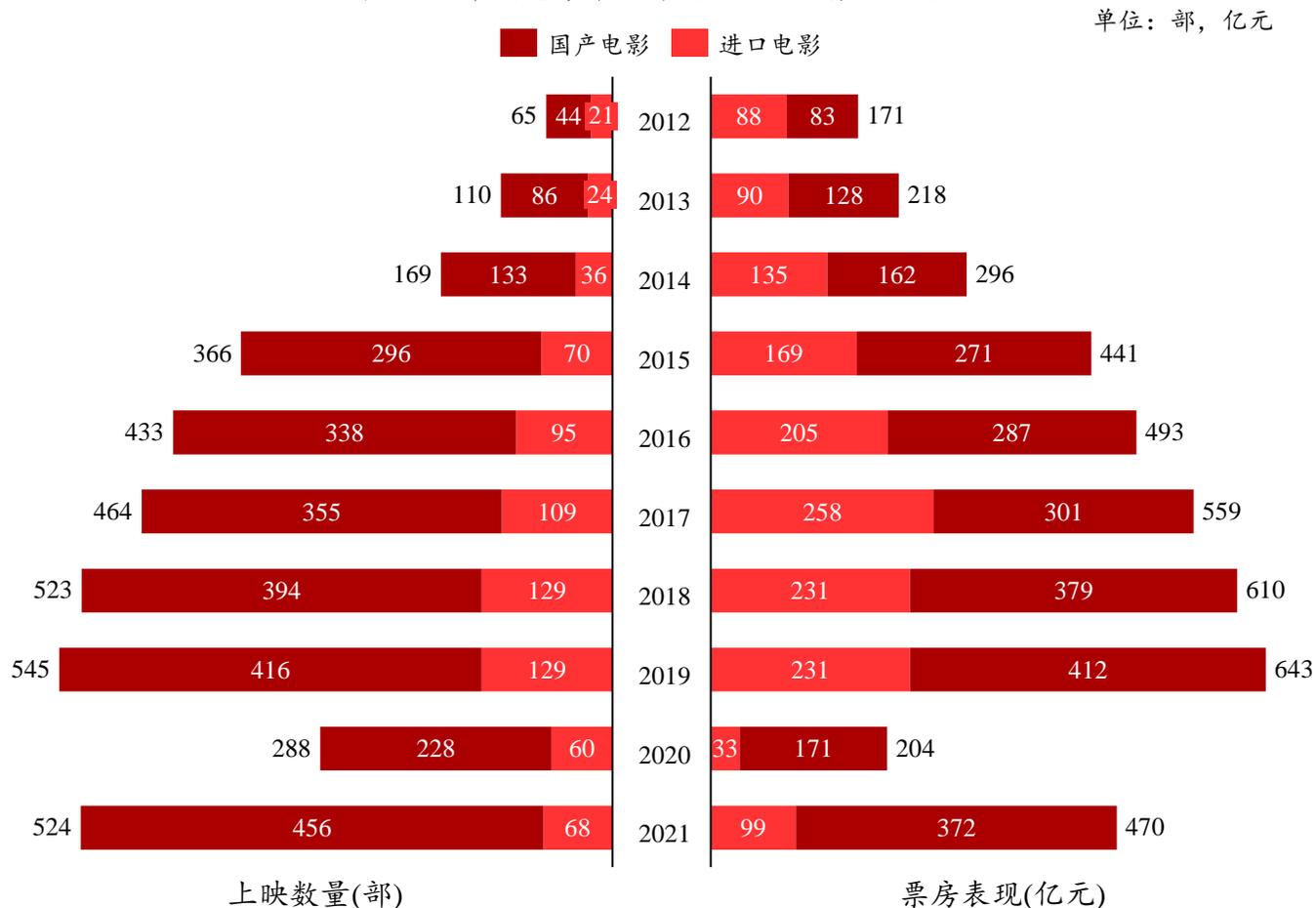
### 2017年中国市场票房排行榜

排名	电影名	票房(亿)	总人次	是否国产
1	战狼2	56.84	1.60亿	√
2	速度与激情8	26.70	7,288万	
3	羞羞的铁拳	22.13	6,628万	√
4	功夫瑜伽	17.48	4,581万	√
5	西游伏妖篇	16.52	4,220万	√
6	变形金刚5: 最后的骑士	15.51	4,200万	
7	摔跤吧! 爸爸	12.99	4,320万	
8	芳华	11.87	4,157万	√
9	加勒比海盗5: 死无对证	11.80	3,295万	
10	金钢: 骷髅岛	11.58	3,297万	

### 2021年中国市场票房排行榜

排名	电影名	票房(亿)	总人次	是否国产
1	长津湖	57.72	1.24亿	√
2	你好, 李焕英	54.13	1.21亿	√
3	唐人街探案3	45.15	9,502万	√
4	我和我的父辈	14.76	3,397万	√
5	速度与激情9	13.92	3,543万	
6	怒火·重案	13.29	3,434万	√
7	中国医生	13.28	3,654万	√
8	哥斯拉大战金刚	12.32	3,292万	
9	送你一朵小红花	11.96	3,844万	√
10	悬崖之上	11.90	3,085万	√

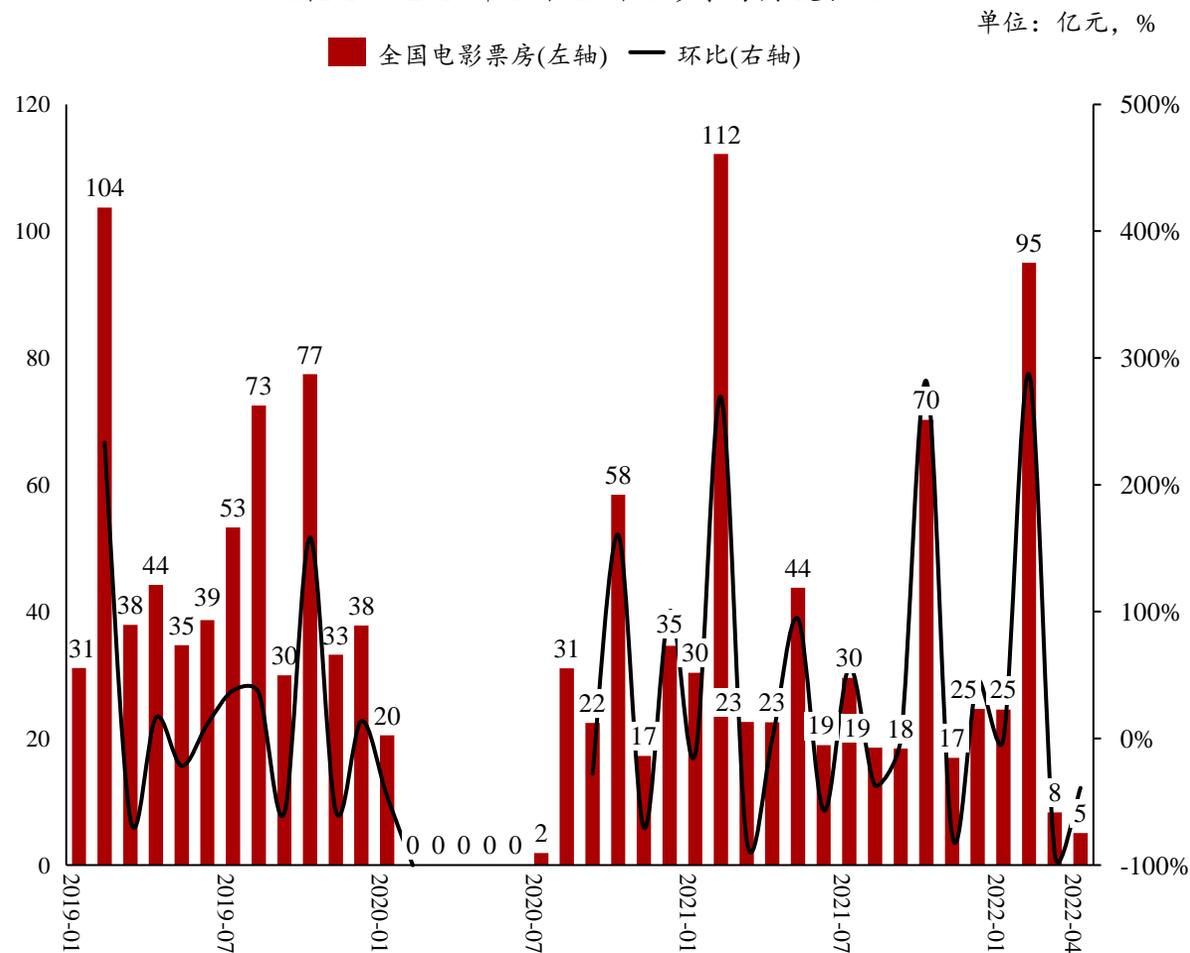
图2-13: 中国电影市场年度回顾<sup>1</sup>. 国产VS进口



从票房表现来看,上半年市场原处于后疫情时代的缓幅恢复期,但受疫情反复及管控加码影响,市场波动下滑严重,恢复受阻;票房、人次、场次、上座率等各项指标于3-5月降至历史低点。

票房表现: 长期来看,后疫情时代下,市场缓幅恢复;  
短期来看,受疫情反复及管控加码影响,市场波动较大

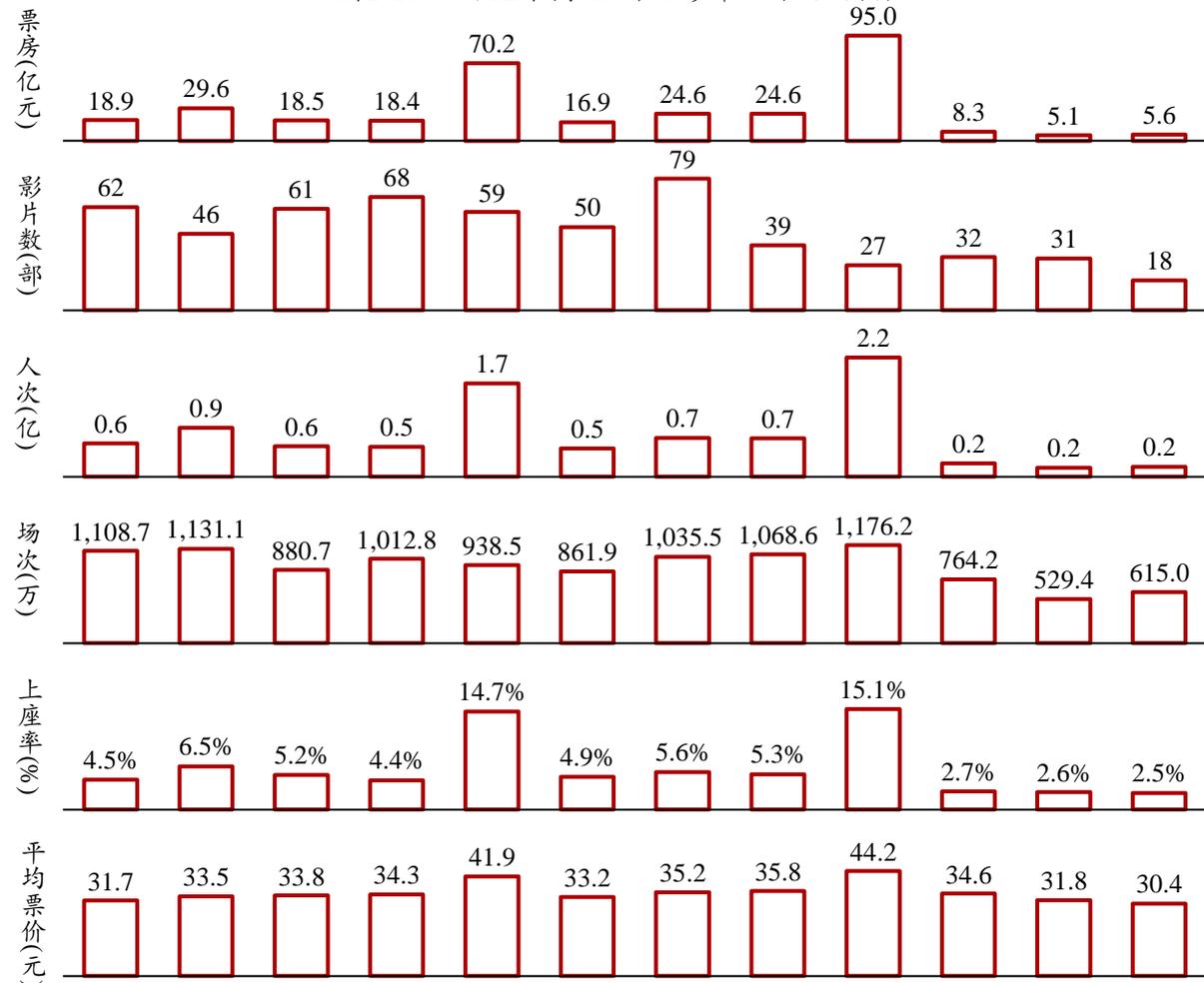
上半年回顾: 受疫情反复及管控加码影响,上半年恢复受阻;  
票房<sup>1</sup>、人次、场次、上座率、均价<sup>1</sup>等各项指标于3-5月降至历史低点

图2-14: 2019年至今全国电影票房月度表现<sup>1</sup>

注: 1. 不含服务费

资料来源: 灯塔数据、浙商证券研究所

图2-15: 近12个月全国电影市场各项指标



通过分析近10年中国电影市场供给端的变化，我们认为当前优质爆款电影的供给式微；通过复盘近期2022年春节档的市场表现，我们认为虽然2022年春节档表现不及预期，但仍然能判断目前电影市场观众的观影需求潜力巨大，目前仍未被完全满足。

我们以票房表现、豆瓣评分维度认定优质爆款电影，通过盘点梳理，我们认为优质爆款电影供给存在下行趋势

分析未受疫情大幅度影响的22年春节档：虽然票价涨、观影人次跌，票房不及预期，但总票房仍超越2019，创影史第二，显示需求潜力巨大

图2-16：票房表现TOP350电影年度分布

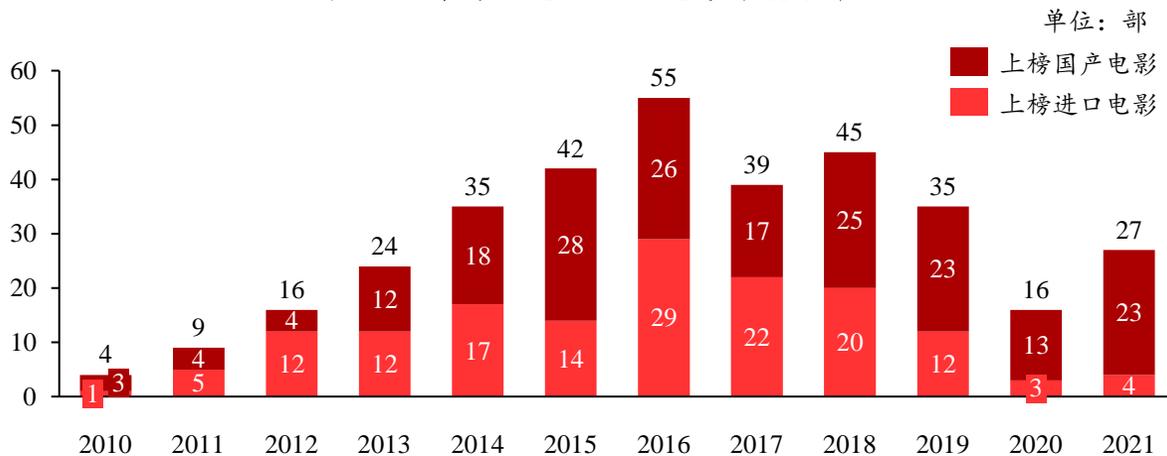
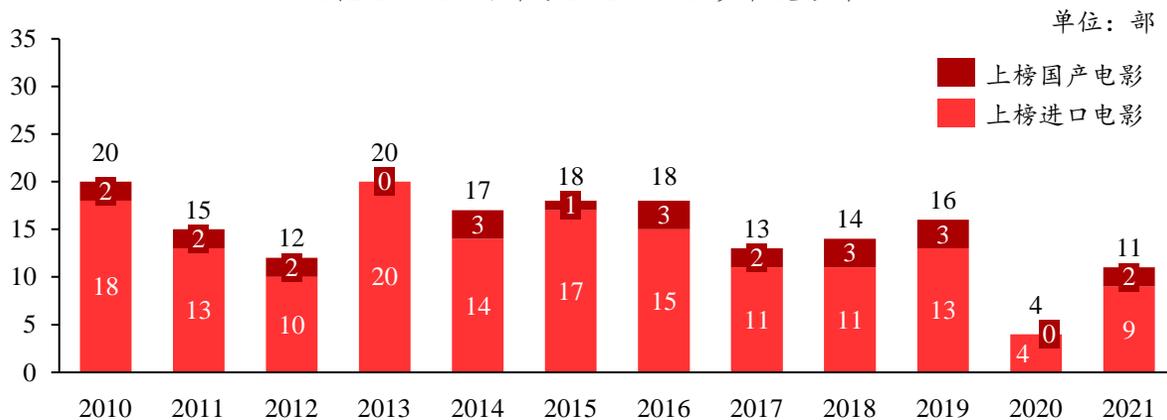
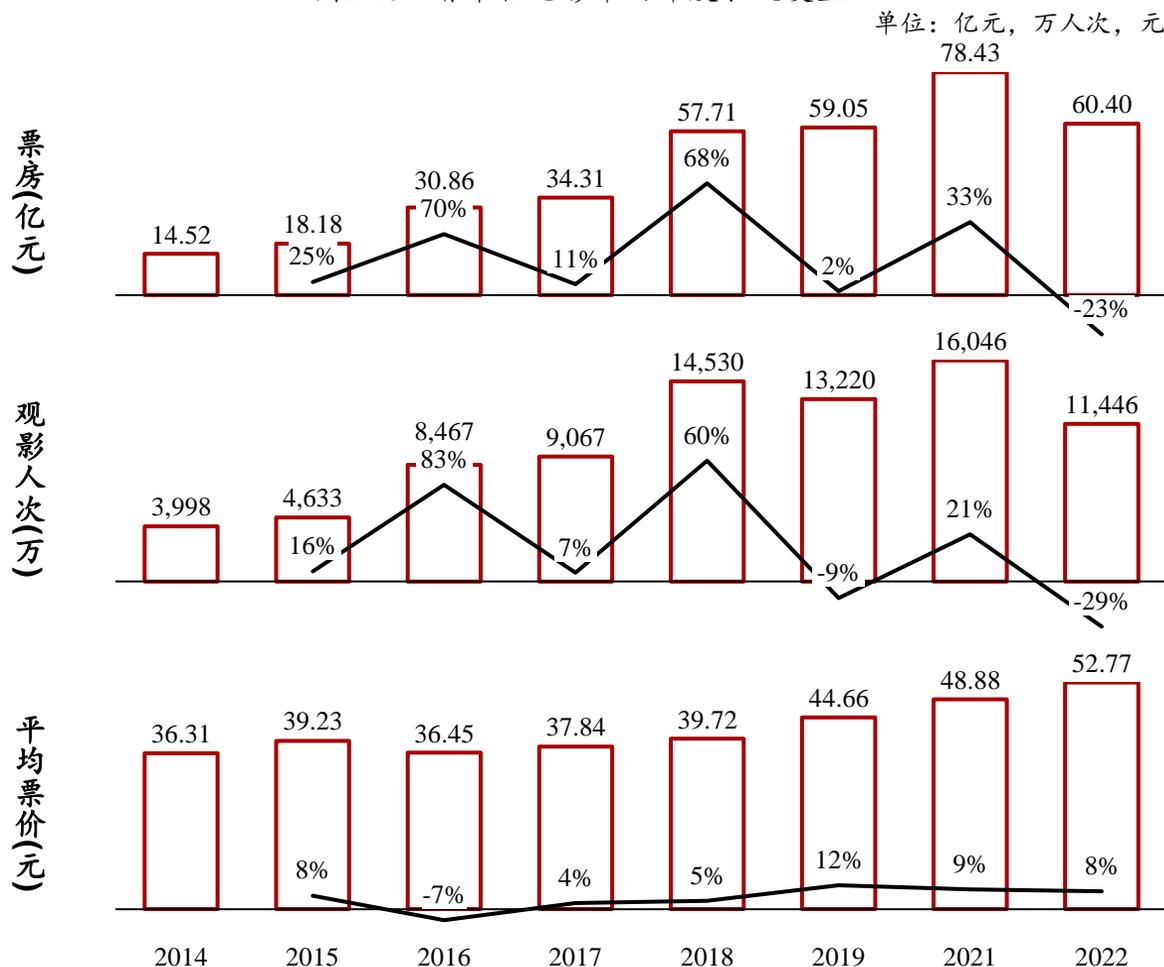


图2-17：豆瓣评分TOP500电影年度分布



资料来源：灯塔数据、猫眼电影、豆瓣点评、浙商证券研究所

图2-18：春节档电影市场年度表现复盘

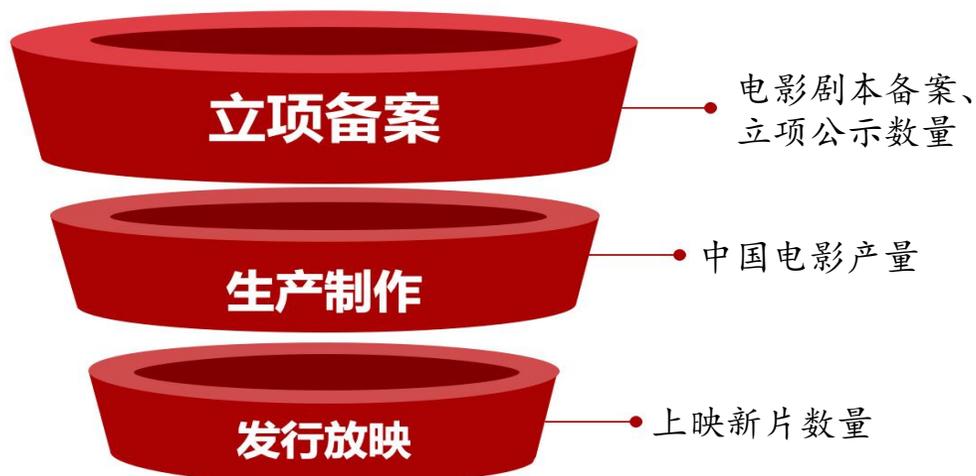


近十年中国电影产业各环节对应数据整体增长，但增速放缓；近些年国产电影成片率、放映率双指标总体向好，一方面从生产制作端，体现出中国电影由粗放生产逐步走向精细化制作，另一方面从行业趋势端，凸显出电影行业正处于持续出清通道，劣质产能淘汰加速。2020年受疫情影响，指标异常回落，2021年指标上扬至高位，我们认为这喻示着电影行业出清尾声的来临。

电影生产流程对应三大数据指标  
立项备案、生产制造、发行放映

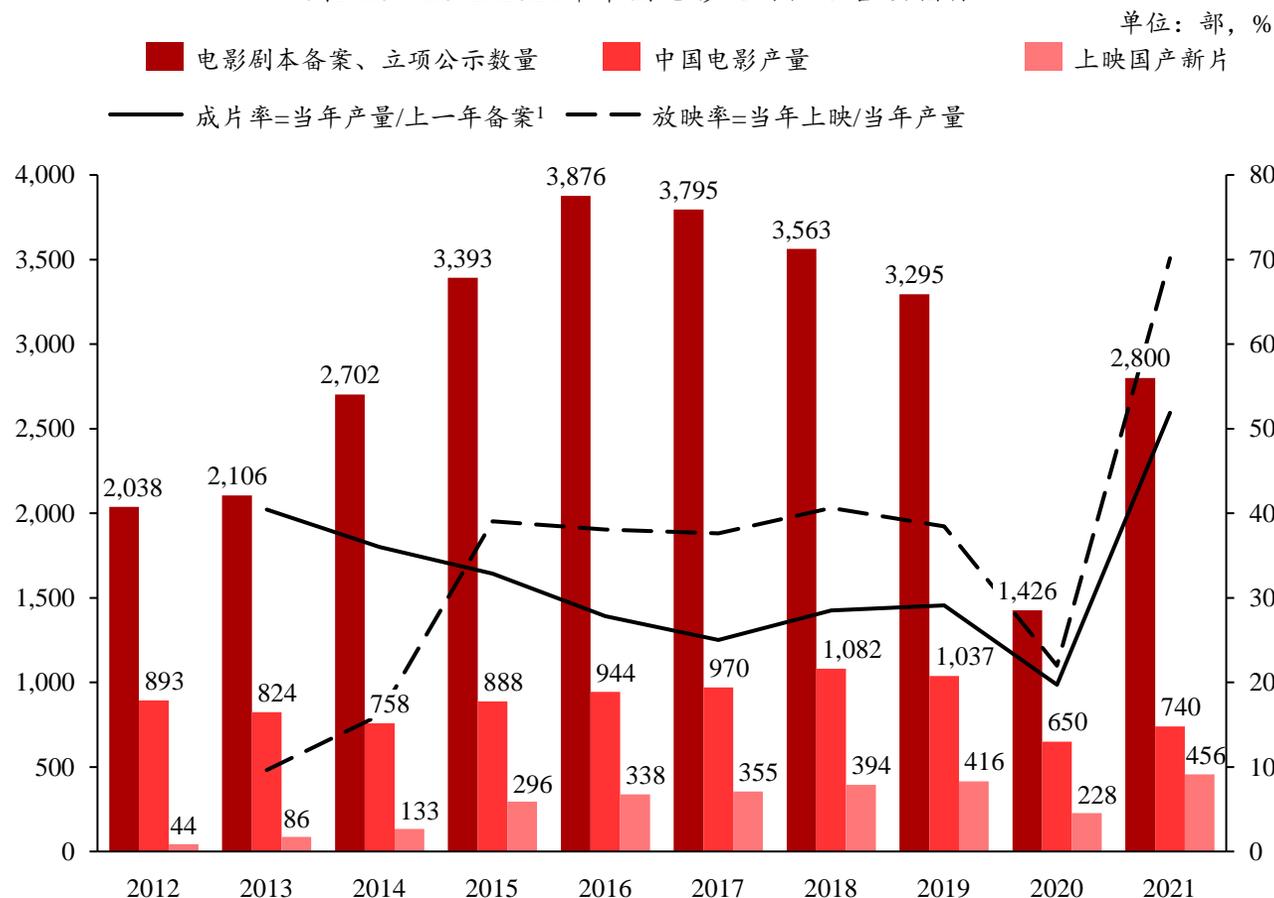
国产电影成片率、放映率总体向好，中国电影由粗放生产走向精细化制作；其中放映供给量恢复至19年疫情前水平，生产小幅恢复

图2-19：电影生产流程示意图



- **立项备案**：11-16年CAGR+19%，17-19年CAGR-5%，中国电影经历井喷式涌入到稳定下行，除2020年受疫情影响，保持在每年约3000部立项；
- **生产制作**：电影产量稳步增长14-19年CAGR+6%，年产近千部，20年受疫情影响，21年部分恢复；
- **发行放映**：12-19年CAGR+38%，更多电影内容得到放映，20年冲击严重，21年恢复至19年水平之上。

图2-20：2012-2021年中国电影绝对供给各项指标



注：1. 由于电影生产存在一定周期，上图中成片率计算为当年产量/上一年备案数量  
资料来源：国家电影局、国家新闻出版广播总局、Wind、浙商证券研究所

我们判断，国产电影供给将长期上行，2022年国产电影供给将继2021年恢复之势继续增长，多部待映黑马有望成为优质爆款，从数据端看，2022年待映热门电影猫眼想看累计超400万；进口电影方面，前期受疫情影响积累的产能爆发，已预计在海外陆续上映，而国内引进预期向好，不存在强制性障碍。

### 国产电影：优质供给长期上行，待映黑马有望成爆款，猫眼想看累计近400万

表2-1：2022年下半年待映电影排片安排

片名	上映时间	题材	导演	主角/配音
超能一家人	2022待定	喜剧、奇幻、动作	宋阳	艾伦、沈腾
平原上的火焰	2022待定	爱情、犯罪	张骥	周冬雨、刘昊然
断·桥	2022待定	剧情、犯罪	李玉	马思纯、王俊凯
暗恋·橘生淮南	2022/6/2	爱情	黄斌	张雪迎、辛云来
人生大事	2022/6/24	剧情、家庭	刘江江	朱一龙、杨恩又
独行月球	2022待定	喜剧、科幻	张吃鱼	沈腾、马丽等
哥，你好	2022待定	喜剧、剧情	张栾	马丽、常远
一周的朋友	2022/6/18	剧情、青春	林孝谦	赵今麦、林一
回廊亭	2022待定	犯罪、悬疑、爱情	来牧宽	任素汐、刘敏涛
五个扑水的少年	2022/5/28	剧情、喜剧	宋灏霖	辛云来、冯祥琨
维和防暴队	2022待定	动作、剧情	李达超	黄景瑜、王一博
暗杀风暴	2022待定	犯罪、悬疑	邱礼涛	张智霖、古天乐
可不可以不要离开我	2022待定	爱情、剧情	王子鸣、萧飞	郭涛、卢靖姗
检察风云	2022待定	剧情、犯罪	麦兆辉	黄景瑜、白百何
被害人	2022待定	犯罪、悬疑、剧情	徐伟、何文超	冯绍峰、陶虹
妈妈！	2022待定	剧情、家庭	杨荔钠	吴彦姝、奚美娟
无名	2022待定	谍战	程耳	梁朝伟、王一博
外太空的莫扎特	2022/7/15	奇幻、喜剧、剧情	陈思诚	黄渤、荣梓杉
遇见你	2022/8/4	爱情	落落	李汶翰、徐若晗
猎屠	2022/6/3	剧情、动作、犯罪	郭晓峰	王千源、倪大红
遇见你之后	2022/6/3	爱情、喜剧	侯祖辛	黄尧、刘迅
龙马精神	2022/12/31	剧情、喜剧、动作	杨子	成龙、刘浩存

### 进口电影：疫情积累产能集中爆发，国内引进预期向好

表2-2：2022年海外大片排片安排(部分引进国内)

片名	出品公司	中国上映日期	题材
尼罗河上的惨案	二十世纪福克斯	2022年2月19日	剧情、悬疑、犯罪
神秘海域	美国索尼哥伦比亚影片公司	2022年3月14日	动作、冒险
新蝙蝠侠	华纳兄弟	2022年3月18日	剧情、动作、犯罪
精灵旅社4：变身大冒险	美国索尼哥伦比亚	2022年4月3日	喜剧、动画、奇幻
神奇动物：邓布利多之谜	华纳兄弟	2022年4月8日	奇幻、冒险
哆啦A梦：大雄的宇宙小战争2021	SHIN-EI动画	2022年5月28日	动作、冒险
侏罗纪世界3：统治	环球影业	2022年6月10日	动作、科幻、冒险
变形金刚6：超能勇士崛起	派拉蒙影业	未知	动作、科幻、冒险
小黄人大眼萌：神偷奶爸前传	环球影业	未知	喜剧、动画
雷神4	漫威	未知	动作、奇幻、冒险
穿靴子的猫2	梦工厂	未知	喜剧、动画、冒险
碟中谍7	派拉蒙影业	未知	动作、惊悚、冒险
蜘蛛侠：平行宇宙2	索尼电影娱乐、漫威	未知	动作、动画、冒险
闪电侠	DC娱乐、华纳兄弟	未知	动作、科幻、冒险
黑豹2	漫威	未知	剧情、动作、冒险
海王2：失落的王国	华纳兄弟	未知	动作、奇幻、冒险
阿凡达2：水之道	二十世纪福克斯	未知	动作、科幻、冒险
超人x钢铁之躯2	华纳兄弟、传奇影业	未知	动作、科幻、冒险
明日边缘2：生死轮回	华纳兄弟	未知	动作、科幻、冒险
神奇动物在哪里4	华纳兄弟	未知	家庭、奇幻、冒险

我们判断，电影行业由优质内容供给驱动充分观影需求。供给端，分析了中国市场国产电影和进口电影近年的供给情况；需求端，分析了后疫情时代观众观影需求的情况；基于分析我们预期国产及进口电影供给拐点将至，下半年供给上行；建议关注院线板块的投资机会。

## 我们对电影行业的判断

## 基于这样的判断，我们重点分析了

## 基于我们的分析，我们预判



优质电影供给



驱动



充分观影需求

国产电影

- **市场回顾：**1)疫情恢复表现尚可；2)优质爆款供给不足
- **原因分析：**1)短期：疫情影响制片生产与需求预期；2)长期：行业无序发展，劣质产能存续
- **拐点将至：**1)短期疫情可控，供需恢复；影视公司亟需通过待映电影上映缓解资金压力；2)长期行业持续出清，尾声来临

进口电影

- **市场回顾：**1)海外市场供给下滑；2)中国市场引入缺席
- **原因分析：**1)疫情影响制片生产与需求预期，电影发行受阻；2)个别电影因档期冲突与政治原因而未引入中国
- **拐点将至：**1)短期海外防疫放开，行业复工；2)部分海外大片定档，喻示无长期障碍

疫情反复

- **陷入需求压抑循环**
  - 1)国产及进口优质电影受疫情影响供给不足，抑制潜在需求；
  - 2)加之疫情反复、防控加码，院线首当其冲，观影需求进一步缩减；
  - 3)观影需求压缩，优质影片上映意愿低，制作意愿低；
  - 4)进而导致需求压抑恶性循环

疫情可控

- **需求“报复性”释放，催化恶性循环破裂**
  - 1)长时间受疫情管控压制，电影观看等线下娱乐需求积聚；
  - 2)疫情可控，防控放宽，观影需求“报复性”释放
  - 3)需求“报复性”释放成为催化剂，促进积累影片陆续上映
  - 4)打破恶性循环，电影市场转好

### 1、下半年电影供给上行

- 1)国产电影继21年恢复之势，优质爆款供给几率翻升；
- 2)海外电影疫情积累产能集中爆发，中国市场引进预期向好，有望填补票房头部席位

### 2、需求“报复性”释放

- 1)受长时间疫情管控压制，线下观影需求积累至高位；
- 2)管控放松，冠以需求预计“报复性”释放

### 3、需求释放成为催化剂，推动电影行业正向循环

- 观影需求释放+现金流压力，驱动积压影片上映，增加供给，进一步带动需求复苏，推动正向循环

### 4、建议关注院线板块

- 1)院线承接电影板块景气预期；
- 2)观影渠道通畅，高效匹配市场供给，从而实现“跳跃式”增长

影院数量与银幕数量是电影辐射终端放映业的重要指标，足够数量的影院与银幕是电影供给被充分消化的条件。中国影院及银幕经历多年高速发展，分别增长至1万余家、7万余块，两者数量均在2022年存在小幅回落，我们认为这喻示着电影行业出清趋势由生产端延续至放映端，亦说明了目前我国观影渠道通畅，院线能高效匹配供求，在优质爆款内容将引“报复性”消费时能抓住机会实现“跳跃式”增长。

影院数量<sup>1</sup>：稳步扩张至1万余家，22年小幅回落

图2-21：2014年-2022年中国各线城市影院数量

单位：家

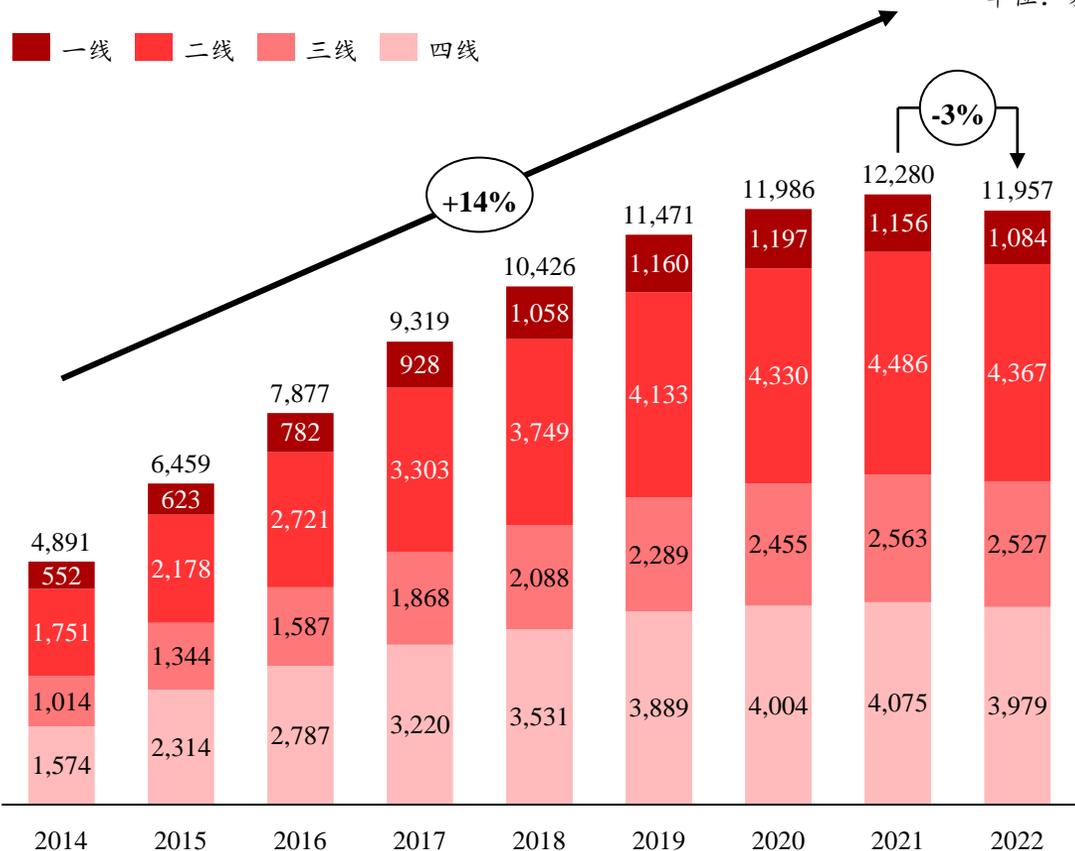
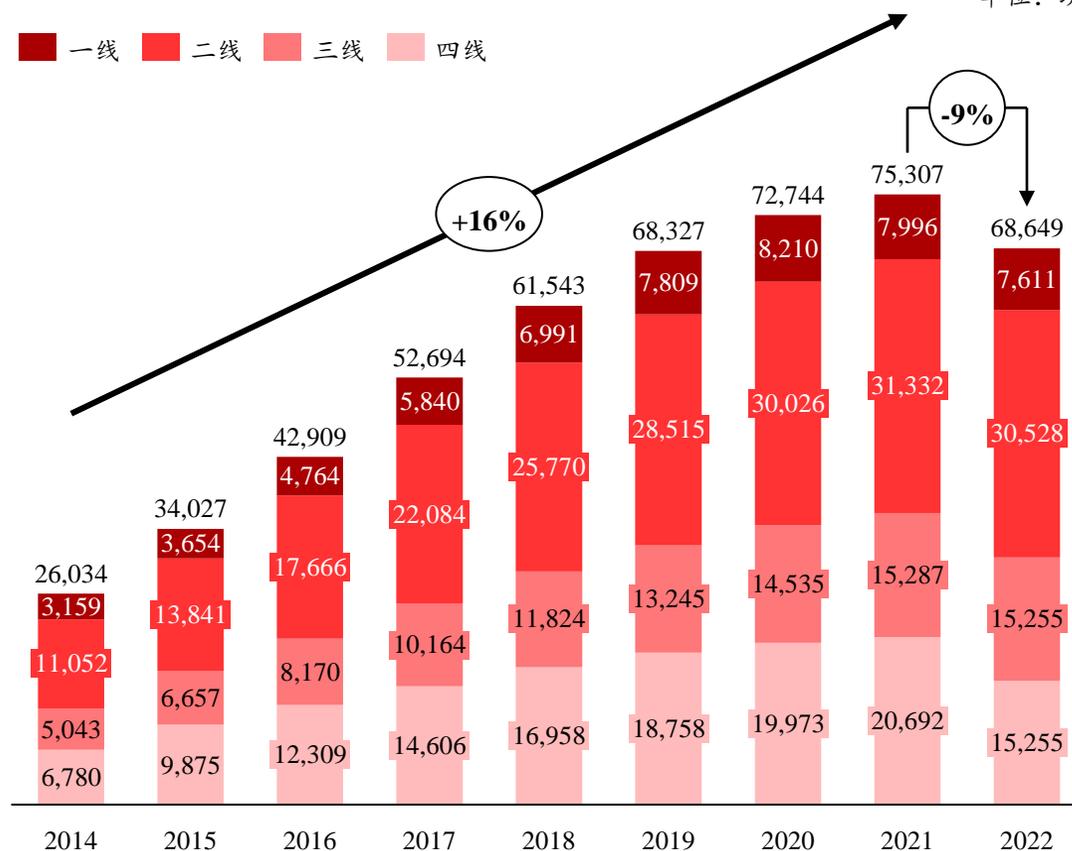
银幕数量<sup>1</sup>：高速增长至7万余块，22年小幅回落

图2-22：2014年-2022年中国各线城市银幕数量

单位：块



注：1.银幕数量、影院数量均仅统计有票房产出的影院，统计数据截至2022年5月26日

资料来源：灯塔数据、浙商证券研究所

# 03

## 中期策略主线二

政策边际向好，关注确定性龙头

## 中期策略主线二：政策边际向好，关注确定性龙头

中期策略主线二重点关注线上游戏行业，我们认为，游戏行业政策边际向好，2022年4月游戏版号重启，向行业注入强心剂，刺激复苏；通过复盘18年版号重启历程，我们判断短期有望修复估值，我们判断短期有望修复估值，但由于近年来行业面临竞争加剧，流量采买成本陡升，因此历史并非简单重演；基于我们的判断，中期策略建议关注确定性龙头三七互娱与吉比特。

1

### 短期看版号：游戏版号重启，政策边际向好

- 游戏版号重启，注入强心剂，刺激行业复苏
- 复盘18年版号重启，短期有望修复估值
- 行业竞争加剧，流量采买成本陡升

2

### 长期看出海：国内渗透见顶，把握出海机会

- 国内游戏用户渗透基本见顶
- 游戏出海有望成为未来第二增长机会

3

### 策略：建议关注确定性龙头

- 关注三七互娱：22Q1业绩兑现，出海有望加速
- 关注吉比特：22Q1业绩高增，基石稳定增长可期

### 国内移动游戏行业保持平稳发展，上半年收入同比小幅增长

图3-1：中国移动游戏市场销售收入及增速



表3-1：2022年Q1移动游戏流水前十名

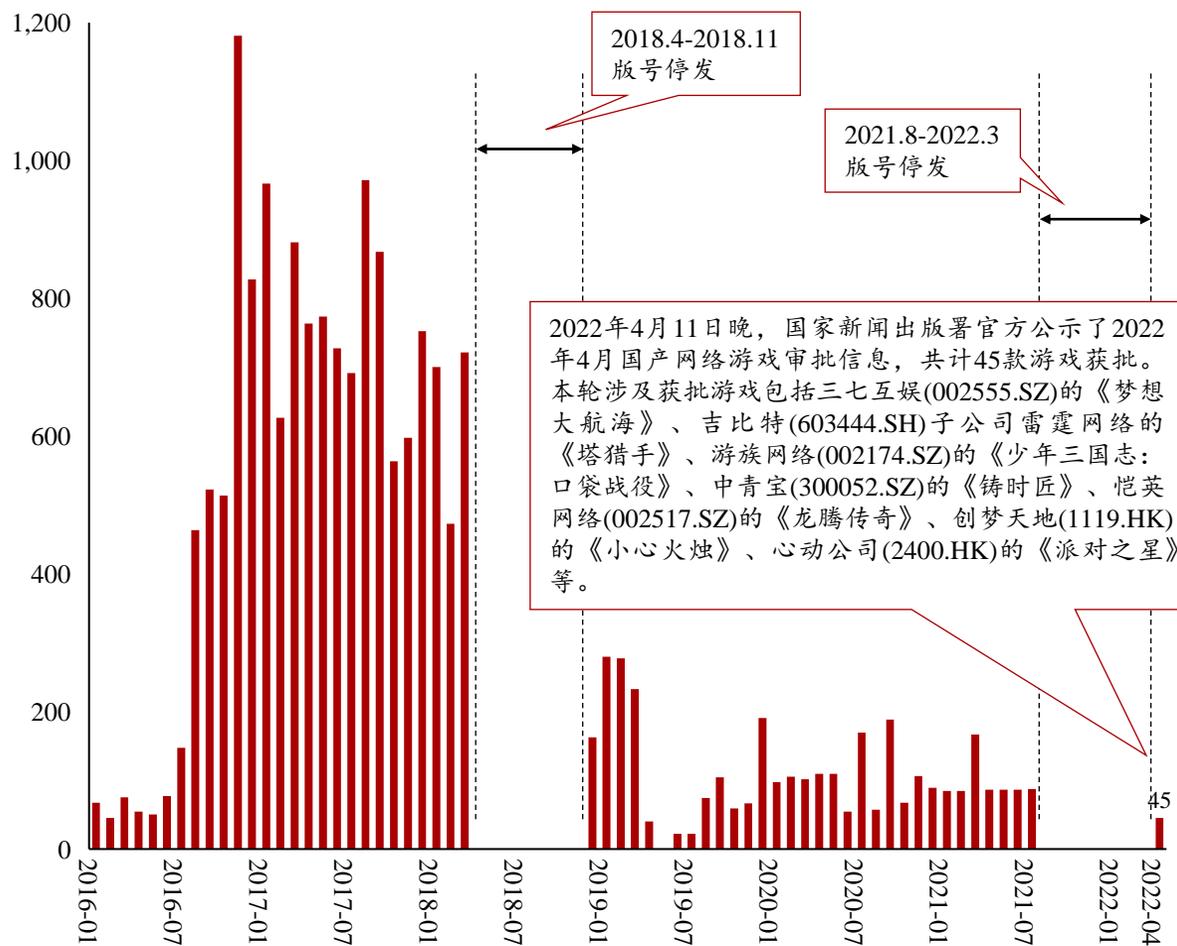
排名	游戏名称	游戏类型	发行商
1	王者荣耀	MOBA	腾讯
2	和平精英	射击	腾讯
3	原神	RPG	米哈游
4	梦幻西游	回合制RPG	网易
5	三国志战略版	策略	灵犀互动
6	穿越火线	射击	腾讯
7	英雄联盟手游	MOBA	腾讯
8	金铲铲之战	自走棋	腾讯
9	一念逍遥	放置	雷霆游戏
10	文明与征服	策略	4399游戏

国家新闻出版署于4月11日公示2022年4月国产网络游戏审批，共45款游戏获批，自去年7月暂停核发以来，国产游戏版号迎来重启。我们认为版号重启利于提振行业及市场信心；短期有望修复估值，版号数量不必过于担忧；行业监管常态化，市场竞争更激烈，产品为王依旧。

事件：版号核发暂停8个月后迎来重启，45款游戏获批

判断：版号重启提振行业及市场信心；短期有望估值修复，版号数量不必过于担忧；行业监管常态化，市场竞争更加激烈，产品为王依旧

图3-2：2016年至今国产网络游戏版号核发节奏



资料来源：伽马数据、浙商证券研究所

### 1 版号重启提振行业以及市场信心

我们认为此次版号重启核发为行业强心剂，将刺激游戏行业整体回暖，在版号暂停核发的八个月中，各大游戏公司经历开发项目砍半，裁员降成增效、股价频频触底、中小企业倒闭等多重风波。此次版号重启核发，意味着新游戏有机会上线运营，向游戏行业释放了利好信号，重振市场对游戏板块信心

### 2 短期有望估值修复，版号数量不必过于担忧

历史上停发版号并非首次，我们复盘了2018年游戏版号重启对市场影响(见下页)，在重启消息后A股游戏龙头公司短期内均存在一定回调，属于市场预期释放后的表现，但我们认为历史不会简单重演，本次版号发放前市场经历了多次发放版号的传言，市场预期较2018年并不一致，我们认为短期内仍存在估值修复行情

同时我们注意到，本次发放版号数量仅有45个，低于2020年以及2021年同期的109、86个，并且本次发放版号不包括腾讯、网易等大公司产品。市场存在对发放数量的担忧。我们认为，本次版号发放是在暂停长达8个月后的重启，未来监管机构有能力在发放节奏以及发放数量上做多样化的调控，本次的发放数量以及发放的公司并不一定能够代表监管层的一种取向，所以我们认为市场不必过于担忧，“版号堰塞湖”有望在年内得到解决，行业将逐步步入回暖周期

### 3 行业监管常态化，市场竞争更加激烈，产品为王依旧

尽管版号重启核发利好游戏行业整体，但通过对版号核发数量及核发游戏产品的分析，我们判断未来行业监管将常态化。自2018年以来，游戏版号作为游戏行业调控监管的重要工具，连续4年总量不断减少，凸显监管层对游戏行业供给的从严监管趋势。除版号核发外，近年来版号监察力度也在逐年上升，监管当局严格查处无版号、套版号等违规行为，累计处罚超500起游戏。长期看，游戏行业强监管对行业整体以正向影响为主，有利于推动国家游戏研发精品化、运营长线化、出海扩大化的倡导

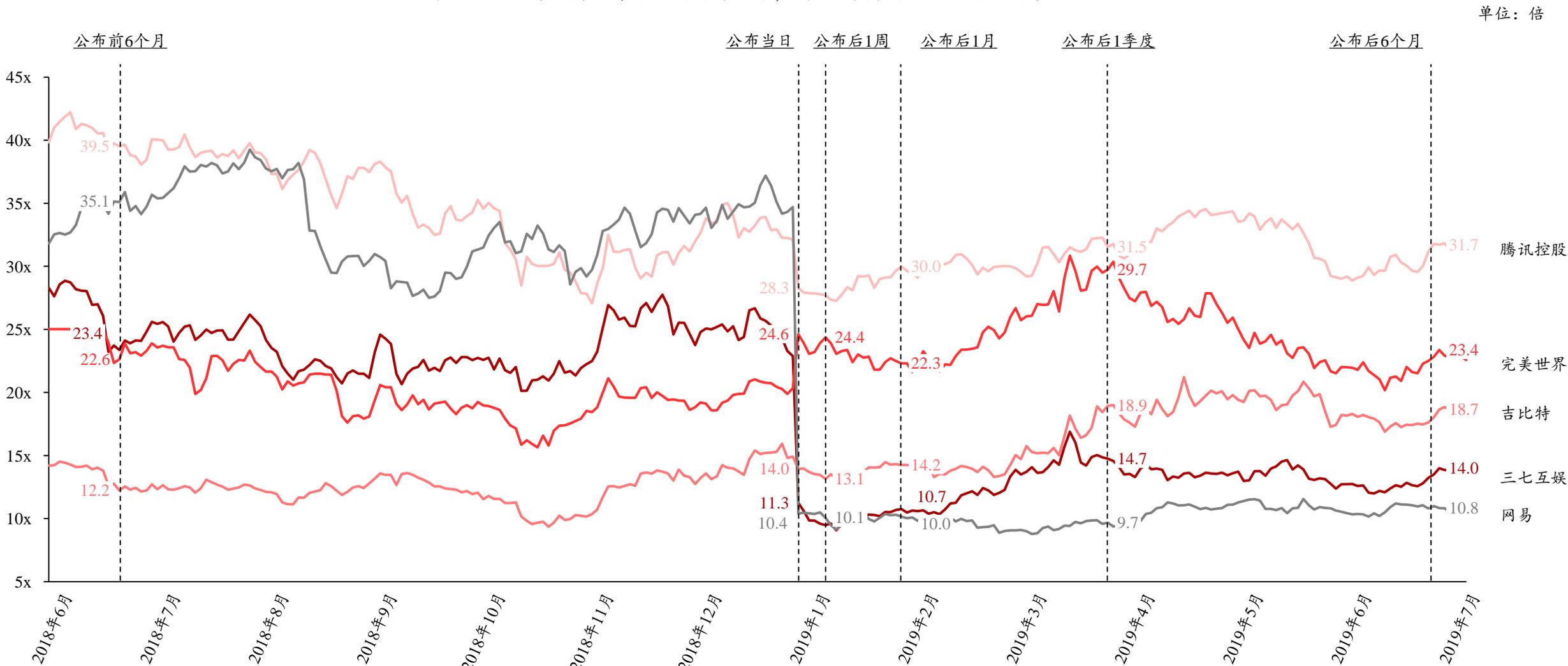
同时，更加规范严格的行业监管带来更加激烈的市场竞争。我们认为，头部公司拥有更加完善的内部审核机制，以及更加通畅的监管沟通渠道，有利于其在激烈竞争中顺利获取版号资源。通过对比分析此次版号核发及2021年A股上市公司当月版号获批项目数占比，我们发现，版号审批逐步向头部公司聚拢趋势凸显得到印证。

## 3.1

## 短期看版号(2/3)：复盘18年版号重启，短期有望修复估值

历史上停发版号并非首次，我们复盘了2018年游戏版号重启对市场影响，在版号重启宣布后，A股游戏龙头公司短期内均存在一定回调，属于市场预期释放后的表现。对比历史行情，我们认为下半年游戏行情将以产品逻辑来驱动，重点关注确定性龙头。

图3-3：2018年12月版号重启消息冲击下，前后6个月游戏行业龙头股市场估值PE



注：1. 2018年12月21日，版号重启消息由中宣部出版局副局长冯世新于2018年度中国游戏产业年会宣布；PE=当日收盘市值/归母净利润，其中版号消息公布日前，以各公司2018年净利润计，公布日后，以各公司2019年净利润计  
 资料来源：公开信息整理、Wind、浙商证券研究所

# 3.1

## 短期看版号(3/3)：行业竞争加剧，流量采买成本陡升

我们判断此次版号重启对行情的催化与2018年有所差异，此次行业整体面临更大的竞争与流量成本的上升。互联网流量红利期已过，主要流量平台用户增量见顶，流量价格上升趋势显现并难以逆转；随着版号放开，为争夺用户，新老游戏将竞相投流，使得流量采买成本陡升。

一方面，主要流量平台用户增量见顶，流量价格上升趋势难以逆转

另一方面，随着版号放开，新游戏进入市场，累计游戏数预计进一步增长为争夺用户注意力，新老游戏竞相投流，流量采买成本陡升

图3-4：抖音、微信、快手、微博月活跃用户规模

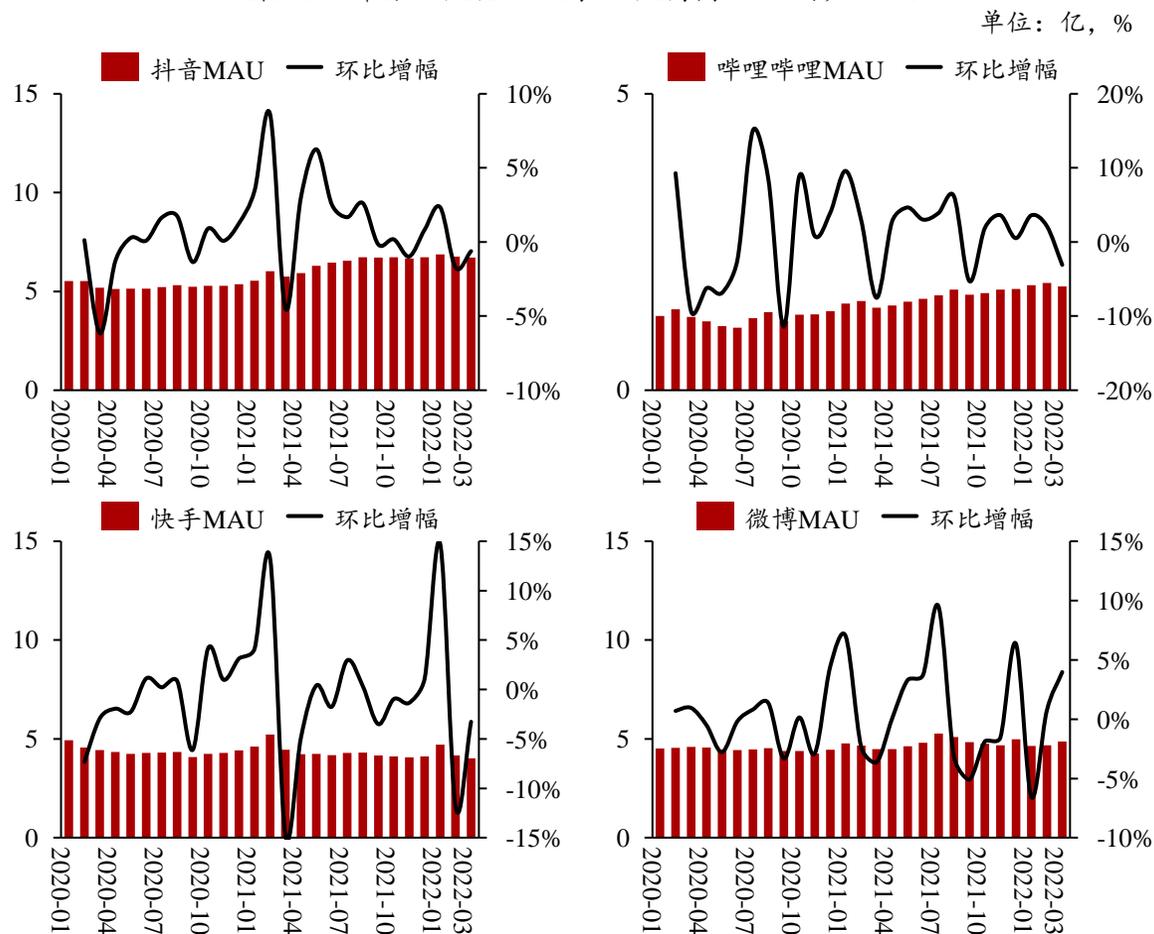


图3-5：2018年12月游戏版号恢复至今手机游戏APP季度累计上新数量

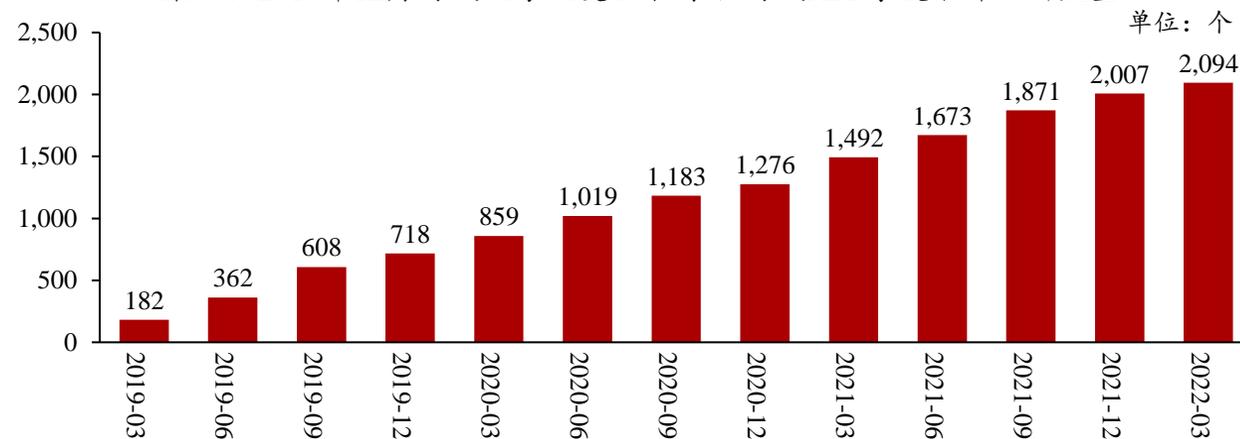


图3-6：2022年Q1手游买量APP首次投放时间分布

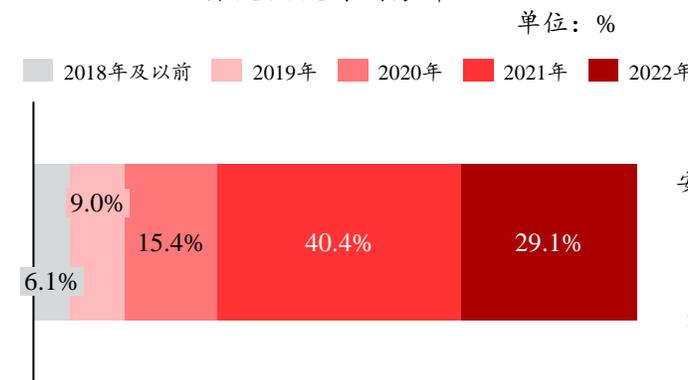
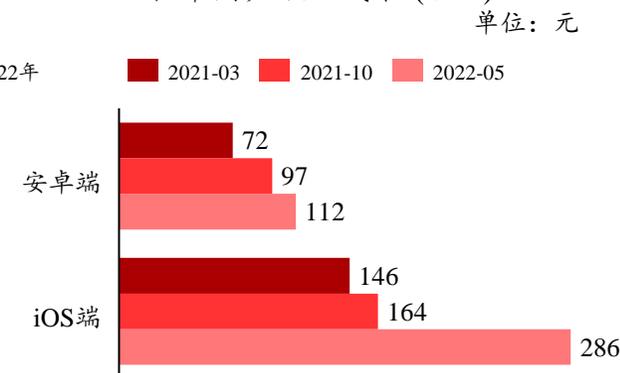


图3-7：腾讯平台游戏广告投放加权单用户激活成本(CPA)



注：1.数据披露口径为周度，该数据为对应月份的周度数据中位值  
资料来源：Quest Mobile、热云数据、腾讯广告游戏营销顾问、浙商证券研究所

# 3.2

## 长期看出海(1/1)：国内渗透见顶，把握出海机会

截至2021年底我国游戏用户规模达6.66亿，近年增长缓慢，相较我国手机网民近10亿规模，游戏渗透率近70%；我们认为，面对国内渗透率基本见顶的状况，出海仍是国内游戏厂商未来的重要机会点，近5年我国游戏出海营收保持稳定增长，而2022年上半年增速有所放缓。

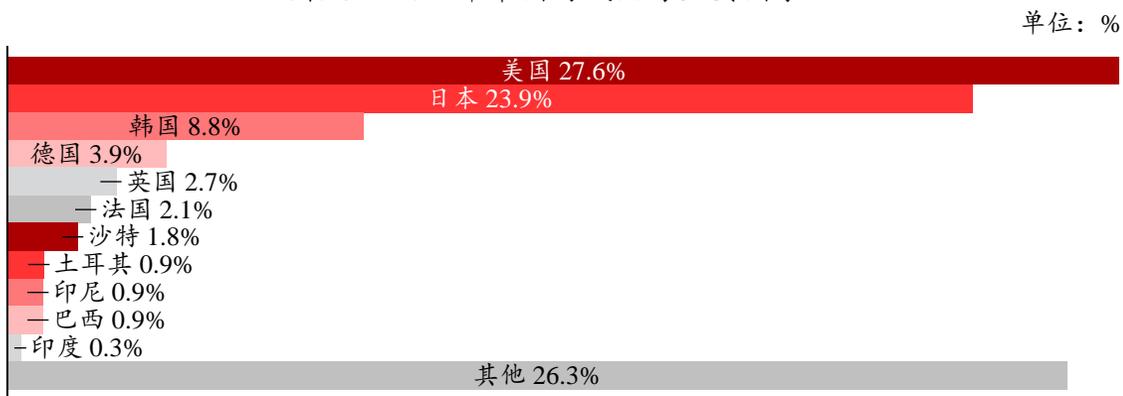
近年我国游戏用户规模增长缓慢，渗透率近70%，基本见顶

图3-8：中国游戏用户规模及增速



中国游戏出海布局全球主流市场，美日韩为前三目的地

图3-9：2021年中国游戏出海主要国家

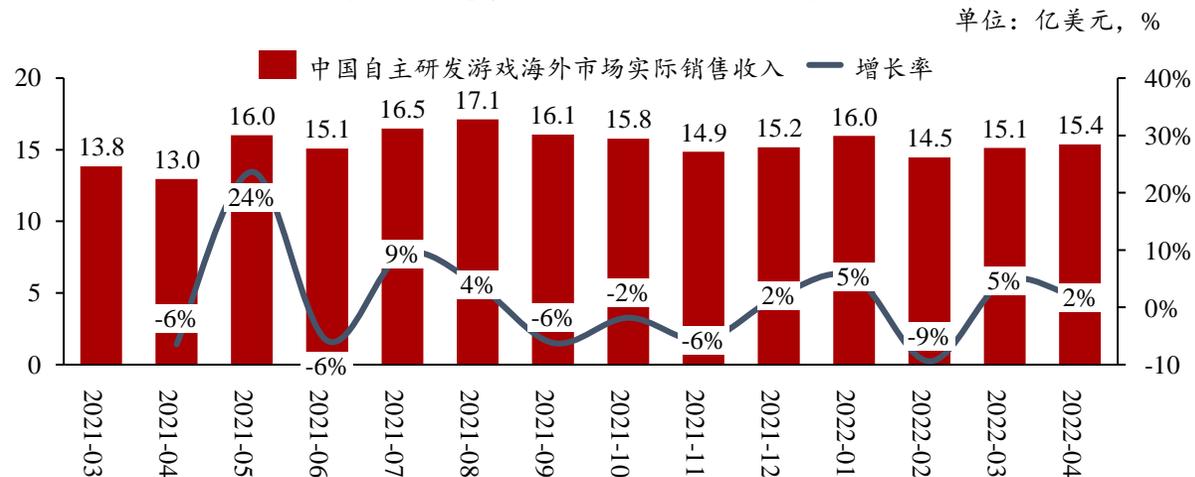


近5年游戏出海稳定上升，上半年增速短期有所放缓

图3-10：14年-21年年度中国自主研发游戏海外市场实际销售收入、增速



图3-11：21年3月-22年4月月度中国自主研发游戏海外市场实际销售收入及增速



资料来源：中国音数协游戏工委、中国游戏产业研究院、NewZoo、伽马数据、浙商证券研究所

2022年Q1, 三七互娱实现营业收入40.9亿元, 同比增长7.11%, 实现归属于上市公司股东的净利润7.60亿元, 同比增长550.80%, 我们认为, Q1业绩超预期主要受益于出海业务的加速与优秀游戏新品的兑现。我们认为, 精品化研发与精细化运营铸就了三七互娱的产品及能力壁垒, 当前公司国内外发行产品储备丰富, 且出海业务已初见成果, 并在不断加速中。

## 游戏出海加速, 优秀新品兑现

- 2022年4月29日, 公司发布2022年一季度报告。
- **收入方面:** 2022Q1公司实现营业收入40.9亿元, 同比增长7.11%。我们认为, 三七互娱营收实现高速增长主要受益于出海业务的加速与优秀游戏新品的兑现
- **利润方面:** 2022Q1公司毛利率为86.29%, 同比下降0.11pct; 净利率为18.41%, 同比增长15.45pct; 实现归属于上市公司股东的净利润7.60亿元, 同比增长550.80%; 实现基本每股收益0.35元/股, 同比增长600.00%
- **费用方面:** 2022Q1销售费用23.07亿元, 同比下降17.62%, 销售费用率56.41%, 同比下降16.94pct; 管理费用1.08亿元, 同比增长4.85%, 管理费用率2.64%, 同比下降0.06pct; 财务费用-15.05.41万元, 同比下降35.74%, 财务费用率-0.37%, 同比下降0.08pct; 研发费用2.76亿元, 同比下降15.11%, 研发费用率6.74%, 同比下降1.77pct。

表3-2: 三七互娱核心财务数据

	2017	2018	2019	2020	2021	2020Q1	2021Q1	2022Q1
营业收入(百万元)	6,188.83	7,632.68	13,227.14	14,399.70	16,216.50	4,343.11	3,817.83	4,089.24
营收增速(%)	17.93%	23.33%	73.30%	8.86%	12.62%	33.76%	-12.09%	7.11%
归母净利润(百万元)	1,620.58	1,008.50	2,114.77	2,760.95	2,875.58	728.82	116.77	759.96
归母净利增速(%)	51.43%	-37.77%	109.69%	30.56%	4.15%	60.40%	-83.98%	550.80%

资料来源: 公司公告、Data AI、Wind、浙商证券研究所

## 精品化研发+精细化运营成壁垒, 产品储备丰富, 出海业务持续加速

### 1 精品化研发+精细化运营, 构建壁垒

- 践行精品化战略, 不断增加研发投入, 推出多款自研产品构建产品及能力壁垒
- 公司开发“量子-天机”AI投放系统, 提高买量效率与效果, 实现精细化运营

### 2 游戏产品储备丰富

表3-3: 三七互娱国内发行储备项目

游戏名称	产品品类	产品类型	模式
《代号魔幻M》	MMORPG	西方魔幻	自研
《代号C6》	卡牌	多文明题材	自研
《代号古风》	MMORPG	唯美古风	自研
《代号3D版WTB》	MMORPG	Q版3D	自研
《代号三国BY》	SLG	三国题材	自研
《代号AOE》	SLG	中世纪历史	自研
《代号CY》	模拟经营	古风经营	自研
《梦想大航海》	MMORPG	航海射击	代理
《曙光计划》	MMORPG	未来科技	代理
《空之要塞:启航》	卡牌	蒸汽朋克	代理
《代号YG》	SLG	昆虫题材	代理
《代号修仙传》	MMORPG	修仙题材	代理
《代号二次元ZQ》	卡牌	二次元	代理
《代号三消卡牌》	卡牌	RPG融合	代理
《最后的原始人》	卡牌	回合放置	代理
《代号森林》	模拟经营	农场类	代理
《代号魔幻K计划》	MMORPG	西方魔幻	代理
《代号三国CB》	SLG	三国题材	代理
《代号WG》	SLG	多文明写实	代理
《代号DG》	SLG	中世纪城建/轻度消除	代理

表3-4: 中国游戏厂商出海收入TOP15

排名	2020年	2021年	2022年3月
1	FunPlus	FunPlus	米哈游
2	莉莉丝	腾讯	FunPlus
3	腾讯	米哈游	腾讯
4	网易	莉莉丝	三七互娱
5	IGG	三七互娱	莉莉丝
6	欢聚集团	网易	网易
7	友塔游戏	IGG	IGG
8	龙创悦动	博乐游戏	龙创悦动
9	米哈游	字节跳动	友塔游戏
10	博乐游戏	欢聚集团	壳木游戏
11	4399	友塔游戏	Topwar Studio
12	悠星网络	壳木游戏	沐瞳科技
13	壳木游戏	龙创悦动	点点互动
14	游族网络	Magic Tavern	乐元素
15	三七互娱	悠星网络	龙腾简合

2022年Q1, 吉比特实现营业收入12.29亿元, 同比增长9.98%, 实现归属于上市公司股东的净利润3.50亿元, 同比下降4.27%, 我们认为, 22Q1业绩表现亮眼主要受益于公司运营产品线的丰富与陆续上线。我们认为, 吉比特的增长逻辑是存量产品长线运营, 增长稳企; 增量产品储备丰富, 补充增量; 吉比特聚焦于三条游戏赛道, 并积累了研发、发行、运营全方面能力。

### 主力游戏持续发力, 新上线游戏助力增长

- 2022年4月22日, 公司发布2022年一季度报告。
- **收入方面:** 2022Q1公司实现营业收入12.29亿元, 同比增长9.98%。我们认为, 吉比特在22Q1业绩表现亮眼主要受益于公司运营产品线的丰富与陆续上线, 如《一念逍遥》、《世界弹射物语》、《问道手游》、《地下城堡3:魂之诗》及《摩尔庄园》等
- **利润方面:** 2022Q1公司毛利率为90.83%, 同比增长7.43pct; 净利率为36.88%, 同比下降2.79pct; 实现归属于上市公司股东的净利润3.50亿元, 同比下降4.27%
- **费用方面:** 2022Q1销售费用3.16亿元, 同比增长19.81%, 销售费用率25.69%, 同比上升2.11pct; 管理费用0.91亿元, 同比增长45.16%, 管理费用率7.41%, 同比上升1.80pct; 研发费用1.70亿元, 同比增长15.88%, 研发费用率13.85%, 同比上升0.71pct。

表3-5: 吉比特核心财务数据

	单位: 百万元, %							
	2017	2018	2019	2020	2021	2020Q1	2021Q1	2022Q1
营业收入(百万元)	1,440.01	1,654.70	2,170.37	2,742.29	4,619.05	739.79	1,117.72	1,229.23
营收增速(%)	10.31%	14.91%	31.16%	26.35%	68.44%	46.28%	51.09%	9.98%
归母净利润(百万元)	609.71	722.97	809.19	1,046.41	1,468.50	322.20	365.24	349.65
归母净利增速(%)	4.14%	18.58%	11.93%	29.32%	40.34%	50.95%	13.36%	-4.27%

资料来源: 公司公告、Wind、浙商证券研究所

### 存量产品保证业绩稳企, 增量产品补充业绩增量

#### 1 存量产品长线运营, 增长稳企; 增量产品储备丰富, 补充增量

- 公司《问道》、《一念逍遥》等存量产品践行长线运营策略, 用户存量充分, 营收流水稳定, 保证公司业绩稳企基石
- 公司储备产品丰富, 且多款产品已获得版号等待上线, 包括《黎明精英》、《上古宝藏》、《花落长安》、《奇缘之旅》、《航海日记2》等, 储备产品的上新节奏, 为公司业绩补充增量

#### 2 赛道聚焦, 构建研发壁垒

- 公司聚焦于MMORPG、SLG、放置挂机三条游戏赛道, 着力培育该三类赛道的研发能力

表3-6: 吉比特储备项目

游戏	版号	游戏类型	模式
奥比岛: 梦想国度	有	养成	代理
黎明精英	有	2D Roguelike	代理
上古宝藏	有	Roguelike ARPG	代理
花落长安	有	养成	代理
失落四境	有	角色扮演	代理
Project G	有	模拟经营	代理
Shop Heroes Legends	无	模拟经营	代理
律动轨迹	无	音乐	代理
神都厨王号	无	模拟经营	代理
封神幻想世界	无	角色扮演	代理
Project S	无	Roguelike、SLG	代理

#### 3 雷霆游戏发行平台, 积累发行运营能力

- 吉比特旗下运营发行平台雷霆游戏, 经历长期运营, 积累了挖掘爆款游戏的选品能力、游戏产品的玩家与社群运营能力以及丰富的游戏发行经验

图3-12: 雷霆游戏平台



# 04

## 中期策略主线三

政策逐步放松，关注元宇宙板块

元宇宙概念于2021年全球兴起，国内各地政府陆续出台相关积极政策，进一步催化板块加速发展，激发市场整体活力。

表4-1 国内政府出台的元宇宙相关政策

城市/国家部委	日期	政策/会议名称	相关政策
中国信息通信研究院 安全研究所	2022年1月24日	元宇宙安全研讨会	元宇宙是一种全新的互联网交互模式，将带来开放协作的经济形态和商业模式。
工业和信息化部	2021年12月23日	中小企业发展情况发布会	培育一批进军元宇宙、区块链、人工智能等新兴领域的创新型中小企业。
安徽	2022年3月29日	《安徽省“十四五”软件和信息服务业发展规划》	支持企业开展虚拟现实、增强现实、3D引擎、物联网等技术创新，引导企业积极布局元宇宙新兴业态，开展元宇宙平台建设。
保定	2022年1月23日	《政府工作报告》	积极谋划集成电路、人工智能、拓展现实和超高清显示、区块链、交互娱乐、元宇宙、新型细胞治疗、基因编辑等未来产业。
北京市通州区	2022年3月3日	《关于加快北京城市副中心元宇宙创新引领发展若干措施的通知》	鼓励元宇宙相关企业落地发展;加快元宇宙相关技术与各行业深度融合，打造一批元宇宙示范应用项目
成都	2022年2月14日	《政府工作报告》	成都高新区成立元宇宙产业联盟，促进搭建横跨多领域的元宇宙产业发展平台
广州市黄埔区	2022年4月6日	《广州市黄埔区、广州开发区促进元宇宙创新发展办法》	重点培育工业元宇宙、数字虚拟人数字艺术品交易等体现元宇宙发展趋势的领域。
海口	2022年1月28日	《政府工作报告》	建设网易元宇宙产业基地项目，推动海南数字化文创产业高质量发展
合肥	2022年1月10日	《政府工作报告》	未来5年，合肥将前瞻布局未来产业，瞄准元宇宙、超导技术、精准医疗等前沿领域，打造一批领航企业、尖端技术、高端产品。
厦门	2022年3月23日	《厦门市元宇宙产业发展三年行动计划(2022-2024年)》	开展五大行动，抢抓数字经济和元宇宙发展新机遇，打造“元宇宙生态样板城市”和数字化发展新体系。
山东	2022年3月24日	《山东省推动虚拟现实产业高质量发展三年行动计划(2022-2024年)》	山东将打造以青岛为中心，济南、潍坊、烟台、威海四市联动，其他市协同的“1+4+N”虚拟现实产业区域布局。
上海	2022年6月16日	2022年上海全球投资促进大会	发布了元宇宙、绿色低碳、智能终端、数字经济等四大“新赛道”投资促进方案。到2025年元宇宙产业规模力争突破3500亿元。
上海	2021年12月31日	《上海市电子信息产业发展“十四五”规划》	要加强元宇宙底层核心技术基础能力的前瞻研发，推进深化感知交互的新型终端研制和系统化的虚拟内容建设，探索行业应用。
上海	2021年12月21日	市委经济工作会议	引导企业加紧研究未来虚拟世界与现实社会相交互的重要平台，适时布局切入。
无锡市滨湖区	2022年1月1日	《太湖湾科创带引领区元宇宙生态产业发展规划》	推动元宇宙产业上下游各环节、各主体协同发展，加快元宇宙与集成电路、区块链、人工智能、云计算等技术融合创新发展。
武汉	2022年1月11日	《政府工作报告》	加快壮大数字产业，推动元宇宙、大数据、云计算、区块链、地理空间信息、量子科技等与实体经济。
浙江省	2022年1月5日	《关于浙江省未来产业先导区建设的指导意见》	聚力构建以人工智能、区块链、第三代半导体、量子信息、柔性电子、未来网络、空天一体化、生物工程、前沿新材料、先进装备制造、先进能源、元宇宙等领域为重点的未来产业发展体系。
杭州	2022年1月5日	《关于浙江省未来产业先导区建设的指导意见》	元宇宙是浙江到2023年重点未来产业先导区的布局领域之一
重庆市渝北区	2022年4月6日	《重庆市渝北区元宇宙产业创新发展行动计划(2022—2024)》	抢抓数字经济和元宇宙发展新机遇，打造“元宇宙先导试验区”和“元宇宙生态产业园”，构建元宇宙治理与产业发展体系。

元宇宙概念仍处于不断探索阶段, 其涵盖基础设施层、核心层、应用服务层等众多领域。我们认为, 目前数字藏品业务蕴含投资先机。

应用服务层

## 消费端应用服务

数字人	数字货币
虚拟社交	虚拟办公
虚拟主播	虚拟游戏
非同质化货币(NFT)·数字藏品	
虚拟地产	.....

## 行业端应用服务

虚拟工厂	虚拟医疗
虚拟课堂	数据交易
BIM/CIM地图服务	
沉浸式乐园	.....

## 政府端应用服务

民事诉讼	公共设施预定
投资洽谈	市长办公室
城市规划	急救中心
信访咨询	.....

## 数字藏品蕴含投资先机

元宇宙概念仍处于不断探索阶段, 其涵盖基础设施层、核心层、应用服务层等众多领域。**我们认为, 目前元宇宙概念中的数字藏品业务蕴含投资先机。**原因在于其:

## 1 所需底层基础设施相对更完善

相较于虚拟人、虚拟社交等应用服务, 数字藏品业务所需的底层基础设施更加成熟完善, 如公链、侧链、联盟链、开发工具、代币标准、智能合约、数据存储等;

## 2 契合国家文化数字化战略

数字藏品业务有助于将新型技术、创新交易平台与我国优秀文化融合创新, 打造我国文化消费数字化新场景, 符合国家文化数字化战略;

## 3 挂钩元宇宙原生资产, 潜力大

2021年, 数字藏品业务在中国市场发展不足一年, 总发行量市值即超1.5亿。

核心层

## 终端入口

芯片	VR/AR/MR/XR 终端
显示器件	
传感器	车载/工控/教育/ 医疗等 行业终端
光学模组	
手机/PC/电视	.....

## 时空生成

操作系统	开发引擎
3D建模	实时渲染
数字孪生	导航定位

## 交互体验

动作捕捉	眼动追踪
语音交互	力反馈
即时定位与地图构建(SLAM)	
脑机接口	空间音频

## 产业平台

游戏平台	社交平台
办公平台	交易平台
融媒体平台	.....

## 虚拟社会架构

安全体系	信用体系
道德伦理	意识形态

基础设施层

## 通信网络基础设施

5G/6G网络	物联网
工业互联网	卫星互联网

## 算力基础设施

数据中心	智能计算中心
边缘计算	分布式存储

## 新技术基础设施

云计算	区块链
人工智能	.....

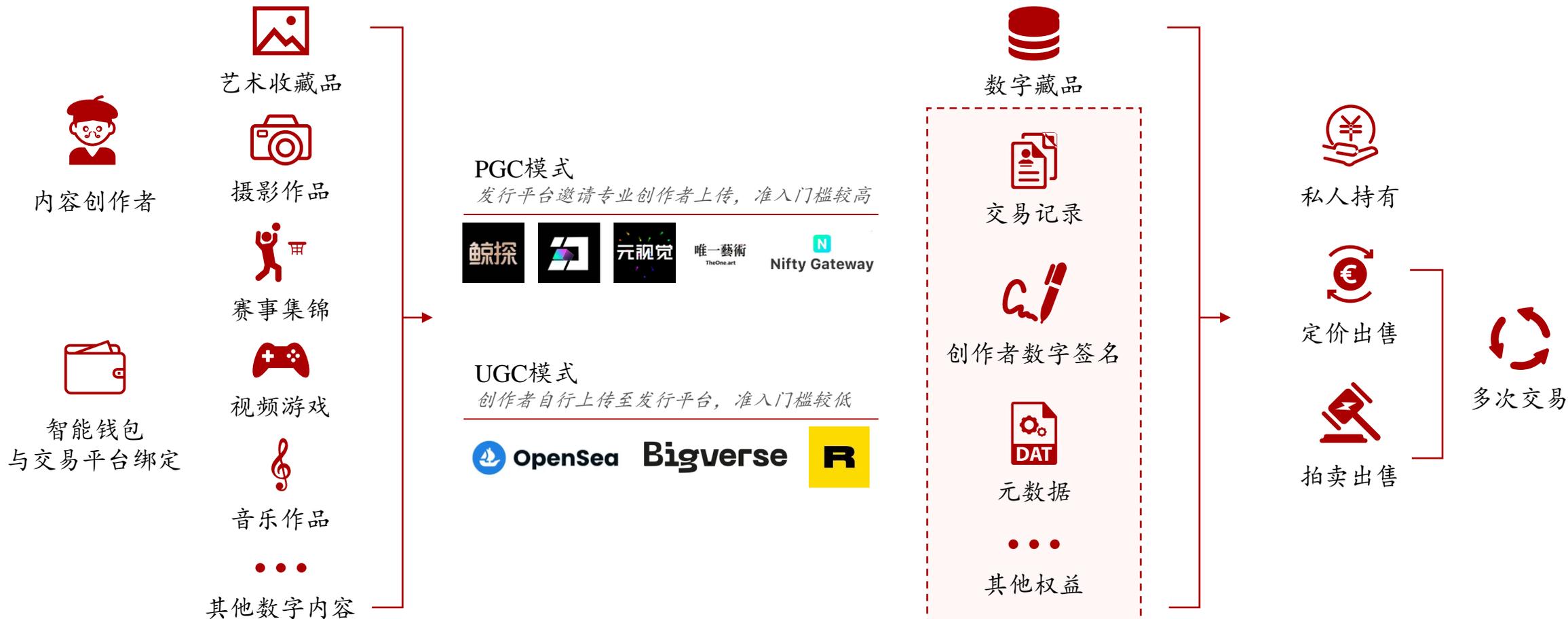
目前我国数字藏品领域基础设施初步完善。在发行模式上,我国主要以PGC模式为主,在流通模式上,我国主要以一级交易为主,二级交易模型处于新兴模式,行业正在处于创新尝试期。

创作

发行·一级市场

流通·二级市场

基础设施逐步完善: 公链、侧链、联盟链、开发工具、代币标准、智能合约、数据存储等



在国内严格禁止虚拟货币交易与非法代币融资背景下, 国内政策导向在于积极发挥数字藏品“以虚促实”、“文化数字化”等正向功能, 而弱化其货币或金融属性; 相应的, 我们认为, 目前阶段国内数字藏品的估值逻辑与国外不同, 国外在于交易, 国内在于IP。

**概念定位: 数字藏品NFT在国内以产品属性为先, 强调其收藏价值**

**估值逻辑: 国内外各异, 国外在于交易, 国内在于IP**

图4-1 国内典型数字藏品示例



图4-2 国内数字藏品开发IP主题



国内市场围绕各色IP, 研发、制作、发行数字藏品, 估值逻辑在于对优质IP的掌握与开发。

**政策监管: NFT金融属性在国内易引起监管风险, 同时确权及版权保护仍不明晰**

### 1 虚拟货币炒作风险

国内尚无相关明确法律明确NFT是否为证券, 与FT相比, NFT不能相互交互和分割, 但仍有平台借NFT炒作虚拟货币, 可能面临非法集资等问题, 因而不能完全否定NFT具有代币性质。我国政府历来对虚拟货币强监管, 若突出其金融属性, 将面临更趋严格的监管。

### 2 二次交易的问题

根据我国相关政策规定, 若NFT被认定为金融产品, 必须有相对应的交易所交易, 必须持有相关金融牌照, 在这基础上NFT产品的持有人不能超200人, T+5交易, 且不得做标准化合约交易。

### 3 确权及版权保护等问题

金融属性之外, 确权及版权保护等问题尚未明晰, 如侵犯作者复制权、发行权、信息传播权等。

表4-2 海外·全球NFT情况·交易量激增, 持有时长缩减

	2019	2020	2021
美元交易量	24,532,783	82,492,916 (+236%)	17,694,851,721 (+21,350%)
销售量	1,619,516	1,415,638 (-13%)	27,414,477 (+1,836%)
买家	44,324	75,144 (+70%)	2,301,544 (+2962%)
卖家	25,036	31,774 (+27%)	1,197,796 (+3669%)
平均持有时长	84	156 (+86%)	48 (-69%)

市场中，我们建议关注三人行、博瑞传播、浙文互联、中手游、视觉中国、奥飞娱乐、天下秀等布局数字藏品业务公司。

标的	项目及定位	概述
 三人行	三人行平台； 专业发行交易平台	公司于2022年1月与北京文化产权交易中心达成战略合作协议，计划共同搭建数字文化创意产品交易平台。三人行平台，主要功能为数字文化创意产品的在线交易，有利于撮合创作者和消费者之间达成交易。
 博瑞传媒	专业发行交易平台	公司于2021年12月与旗下成都文化产权交易所正式启动全国首家数字文化产权交易平台建设，该项目有望在2022年年内获批。
 浙文互联	米塔数字艺术品平台； 项目方自建平台	公司搭建的数字藏品平台米塔已如期上线，米塔平台3月上线测试，4月正式上线IOS应用商店。其旗下拥有热门影视、博物馆、商业品牌和电竞IP等众多优势资源，截至目前已完成4轮数字藏品发售，累计发售14000份。
 中手游	有鱼艺术； 专业发行交易平台	公司于2022年6月发布“有鱼艺术”，该平台是由中手游与北方文化产权交易所无形资产交易中心合作推出的数字艺术品版权分发平台。公司打造的仙剑IP广受市场欢迎，并且公司于2022年1月、4月和5月分三批合计推出仙剑系列数字藏品超过14万件。
 视觉中国	Vault by 500px； 项目方自建平台	公司于2022年5月25日正式上线海外视觉艺术数字艺术品平台——Vault by 500px。该平台通过区块链实现数字作品的产权界定、所有权保护和交易见证等功能，同时也使得数字艺术品的创作者、消费者以及参与者将被更为紧密地连接在一起。
 奥飞娱乐	数字资产项目方	公司手握王者荣耀等众多独家IP资源，依托IP优势打造爆款产品，并借助阿里（鲸探）、丸卡平台发售优质数字藏品，进一步推动公司优质IP的变现能力。
 天下秀	Top Holder头号藏家； 专业发行交易平台	公司于2021年创立自媒体数字藏品工具集“TopHolder头号藏家”，已接入公司创立了另一款3D虚拟社交软件“虹宇宙”并与微博达成战略合作，丰富了平台内UGC内容生态建设。

05

风险提示

- 1、疫情反复风险；
- 2、政策监管风险；
- 3、国内宏观经济恢复不及预期；
- 4、国内消费恢复不及预期；
- 5、游戏公司海外业务拓展不及预期；
- 6、成本费用管控不及预期；
- 7、元宇宙技术发展与应用落地不及预期；
- 8、政策监管态度不及预期。

## 行业的投资评级

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>