



## 复盘海外复苏路径，关注景气边际修复行业

——传媒互联网 2023 年度策略报告

### 摘要

**行业情况：**2022 年（1.1-12.31）上证指数下跌 15.13%，创业板指下跌 29.37%，沪深 300 指数下跌 21.63%。传媒（申万）板块下跌 26.07%，跑输上证指数 10.94pct。2022 年传媒（申万）指数涨跌幅在 31 个申万一级行业指数中位列第 30。

**广告行业基本面触底，未来复苏可期。**受到疫情和宏观经济下行的影响，广告行业 2022 年收入有所缩水，行业基本面触底。其中传统媒体受疫情防控出行受限，对于业务开展影响显著，政策优化之后高铁客流持续复苏，大屏广告主数量稳健增长。对标海外，广告行业随着疫情防控的优化和宏观经济的回暖逐步复苏。我们认为非互联网广告营销复苏逻辑明确，预计将在 2023 年 Q2 季度迎来反弹。

**游戏出海提速，国内供给端带动行业增长。**游戏行业在 2022 年国内收入呈现下滑趋势，其中移动端下滑明显，端游市场无明显变化，主要制约因素为①供给端版号发行审批减少，监管从严，导致供给端优质内容减少；②未成年人保护法执法力度持续加强，需求收缩。海外市场方面，国内游戏公司三季度收入环比有所上升，海外游戏市场领跑复苏，国内游戏公司出海提速。但伴随 2022 年 4 月版号恢复常态化，疫情防控调整，12 月进口游戏时隔 1 年半恢复审批，预计 2023 年游戏行业将会逐步复苏，版号审批将会常态化，供给端存在成长空间。建议关注具有独立研发能力、全球化运营基础较强的公司，相关受益标的包括三七互娱、吉比特、完美世界、心动公司、网易-S、腾讯控股等。

**文化复兴的号角持续吹响，电影行业增速取决于优质内容供给。**电影行业 2022 年 1-11 月票房同比下降 36%，仅为 2019 年同期的 47.2%，大量优质片撤档，影院经营受限，导致电影市场低迷。而在 12 月疫情防控政策调整后，《阿凡达 2》上映重启观众观影热情，春节档爆款《流浪地球 2》《满江红》更是拉动 67 亿票房营收。对比海外电影市场复苏路径，美国、日本影院收入在防控政策调整后存在着明显的复苏曲线。结合国内供给端优质内容充足，预计将迎来票房回暖，且制作成本和制作周期预计将会缩短，常态化的创作有望恢复。我们预测 2023 年全年电影大盘票房营收为 546 亿，收入恢复情况达到 2019 年的平均票房水平 85.18%。

### 投资建议

- (1) 本地生活：相关标的美团-W、京东集团-SW、阿里巴巴-SW 等。
- (2) 社交媒体：相关标的腾讯控股、快手-W、哔哩哔哩-W 等。
- (3) 数字媒体：相关标的风语筑、视觉中国、网易-S 等。
- (4) 营销：相关标的易点天下、蓝色光标、分众传媒等。
- (5) 影视：相关标的芒果超媒、光线传媒、华策影视、博纳影业等。
- (6) 游戏：相关标的三七互娱、吉比特、完美世界、心动公司等。
- (7) 出版：相关标的人民网、新华网、中国出版、阅文集团等。

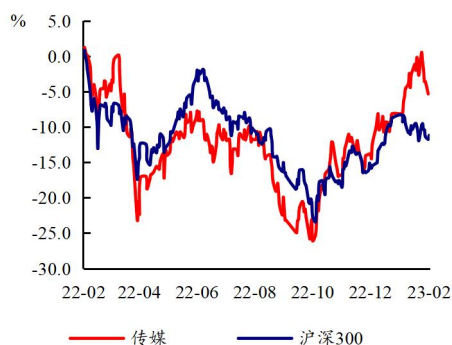
### 风险提示

评级 推荐（维持）

### 报告作者

作者姓名 彭琦  
 资格证书 S1710522060001  
 电子邮箱 pengq887@easec.com.cn

### 股价走势



### 相关研究

《【传媒】春节档电影迎开门红，疫后复苏未来可期\_20230129》2023.01.30  
 《【传媒】游戏版号有望常态化发行，板块或将迎来戴维斯双击\_20230118》2023.01.18  
 《【传媒】游戏版号再度下发，关注春节档+出海的营收增量市场\_20230103》2023.01.03



积压题材过时风险；票房收入不及预期；电影宣传不及预期；经济复苏不及预期；行业竞争加剧；游戏版号发放不及预期；游戏出海不及预期；行业监管加剧。

## 正文目录

1. 行业整体分析	6
1.1. 传媒行业表现回顾	6
1.1.1. 传媒板块表现	6
1.1.2. 传媒指数处于历史中枢	6
1.1.3. 传媒个股表	7
1.2. 核心子板块及标的	9
1.2.1. 核心个股估值表	10
2. 广告营销	10
2.1. 市场表现	10
2.1.1. 国内广告行业复苏路径	12
2.2. 互联网广告公司	15
2.2.1. 对标美国市场，防疫后期市场恢复加速	15
2.2.2. 关注后疫情时代的市场复苏	15
2.3. 非互联网广告公司	17
2.3.1. 对标4A广告公司	17
2.3.2. 分众传媒	19
2.3.3. 兆讯传媒	21
3. 游戏行业	23
3.1. 市场表现	23
3.2. 国内游戏	26
3.2.1. 腾讯	27
3.3. 海外市场	30
3.3.1. 三七互娱	31
4. 电影行业	32
4.1. 产业链梳理	32
4.2. 海外电影行业复盘	34
4.3. 市场空间测算	36
4.4. 重点关注公司	38
4.4.1. 光线传媒	38
4.4.2. 中国电影	40
4.4.3. 万达电影	44
4.4.4. 猫眼娱乐	48
5. 风险提示	51

## 图表目录

图表 1. 2022 年各类指数行情回顾 .....	6
图表 2. 2022 年申万一级行业指数市场表现 .....	6
图表 3. 传媒指数（申万）2022 年 PE（TTM） .....	7
图表 4. 2022 年传媒个股涨跌幅前五 .....	7
图表 5. 2022 年第四季度机构持有基金数排名前十传媒标的 .....	8
图表 6. 2022 年第四季度机构持股数量排名前十传媒标的 .....	8
图表 7. 2020Q1-2022Q3 营业收入增速 .....	9
图表 8. 2020Q1-2022Q3 营业成本增速 .....	9
图表 9. 2020Q1-2022Q3 毛利率 .....	10
图表 10. 2020Q1-2022Q3 扣非归母净利润增速 .....	10
图表 11. 传媒营销、游戏、电影核心标的盈利预测与估值（iFind 一致预期） .....	10
图表 12. 2018-2021 年申万广告营销行业收入与增速情况 .....	11
图表 13. 广告龙头公司 2019Q1-2022Q3 营收增速对比 .....	12
图表 14. 2020 年 2 月至 2022 年 12 月防疫措施回顾 .....	13
图表 15. 2019 年 8 月至 2022 年 12 月促消费政策回顾 .....	14
图表 16. 美国互联网龙头公司 2019-2022Q3 营收增速对比 .....	15
图表 17. 2017-2023E 中国互联网广告收入 .....	16
图表 18. 2021H1 及 2022H1 媒介行业的互联网广告收入占比 .....	16
图表 19. 2021H1 及 2022H1 TOP10 广告投放行业分布 .....	17
图表 20. 4A 广告公司介绍 .....	18
图表 21. 2019-2022Q3 4A 广告公司业务同比增速 .....	19
图表 22. 2017-2021 年分众传媒媒体数量变化情况 .....	20
图表 23. 2017-2021 分众传媒楼宇媒体分行业营收占比 .....	20
图表 24. 2019-2021 分众传媒影院媒体分行业营收占比 .....	21
图表 25. 2017-2021 年兆讯传媒归母净利润情况 .....	22
图表 26. 2018-2021 年铁路客运量情况 .....	22
图表 27. 2017-2021 年兆讯传媒的媒体设备情况 .....	22
图表 28. 2017-2021 年兆讯传媒的单屏幕营收 .....	23
图表 29. 2021Q1-2022Q3 中国游戏市场实际销售收入 .....	24
图表 30. 2021Q1-2022Q3 中国移动游戏市场实际销售收入 .....	24
图表 31. 2021Q1-2022Q3 中国客户端游戏市场实际销售收入 .....	25
图表 32. 2019-2022 年中国移动游戏用户规模及同比增速 .....	25
图表 33. 2018H1-2022H1 中国自主研发网络游戏市场收入及增速 .....	26
图表 34. 2018 年 3 月-2023 年 1 月游戏版号发放情况 .....	27
图表 35. 腾讯业务类型 .....	27
图表 36. 2018-2021 年腾讯控股营业收入 .....	28
图表 37. 2018-2021 年腾讯控股归母净利润 .....	28
图表 38. 腾讯公司游戏业务发展梳理 .....	29
图表 39. 腾讯 2023 年重点待发行的游戏产品（不完全统计） .....	29
图表 40. 中国自主研发游戏海外市场实际销售收入 .....	30
图表 41. 中国自主研发游戏海外重点地区占比 .....	30
图表 42. 中国自主研发游戏海外市场收入前 100 类型收入占比 .....	31
图表 43. 2017-2021 年三七互娱营业收入 .....	32
图表 44. 2017-2021 年三七互娱归母净利润 .....	32
图表 45. 三七互娱多元品类及代表作 .....	32
图表 46. 中国产业链的分布及主要参与者 .....	33
图表 47. 中国院线电影各环节分账模式梳理 .....	34
图表 48. 2020-2023 年美国新增确诊人数 .....	34
图表 49. 2020Q1-2022Q4 美国票房数据 .....	34
图表 50. 2019-2022 年美国上映电影数 .....	35
图表 51. 2017-2021 年美国在线发行电影数 .....	35

图表 52. 2020-2023 年日本新增确诊人数 .....	35
图表 53. 2002-2022 年日本电影收入数据 .....	35
图表 54. 2017-2021 年日本本土电影票房和进口电影票房 .....	36
图表 55. 2018-2022 年中国产生票房收入的影院数和银幕数 .....	36
图表 56. 2018-2023 年春节档平均票价情况 .....	38
图表 57. 2018-2023 年春节档观影人次情况 .....	38
图表 58. 2018-2022 年全年平均票价情况 .....	38
图表 59. 2018-2022 年全年观影人次情况 .....	38
图表 60. 2019Q1-2022Q3 光线传媒营收及增速 .....	39
图表 61. 2017-2021 年光线传媒营收结构 .....	39
图表 62. 光线传媒已上映影片及待映排片情况 .....	40
图表 63. 2019Q1-2022Q3 中国电影营收及增速 .....	41
图表 64. 2017-2021 年中国电影各项费用率与毛利率 .....	41
图表 65. 2017-2022H1 年中国电影主导或参与制片电影 .....	42
图表 66. 2017-2022H1 年中国电影主导或参与发行电影 .....	42
图表 67. 2017-2022H1 年中国电影发行进口影片 .....	42
图表 69. 2019Q1-2022Q3 万达电影营收及增速 .....	44
图表 70. 2017-2021 年万达电影营收结构 .....	44
图表 71. 三大院线企业直营店与加盟店数量及直营店比重（截至 2021 年 12 月 31 日） .....	45
图表 72. 2022 年万达影城全国分布 .....	45
图表 73. 2022 年万达电影各地区影城分布数量 .....	45
图表 74. 2017-2022H1 万达电影银幕数 .....	46
图表 75. 2017-2022H1 万达电影非票业务营收、成本与毛利率情况 .....	47
图表 76. 万达电影电影已上映影片及待映排片情况 .....	48
图表 77. 2015-2022H1 猫眼娱乐营收及增速 .....	49
图表 78. 2017-2021 年猫眼娱乐营收结构 .....	49
图表 79. 猫眼娱乐已上映影片及待映排片情况 .....	51

## 1. 行业整体分析

### 1.1. 传媒行业表现回顾

#### 1.1.1. 传媒板块表现

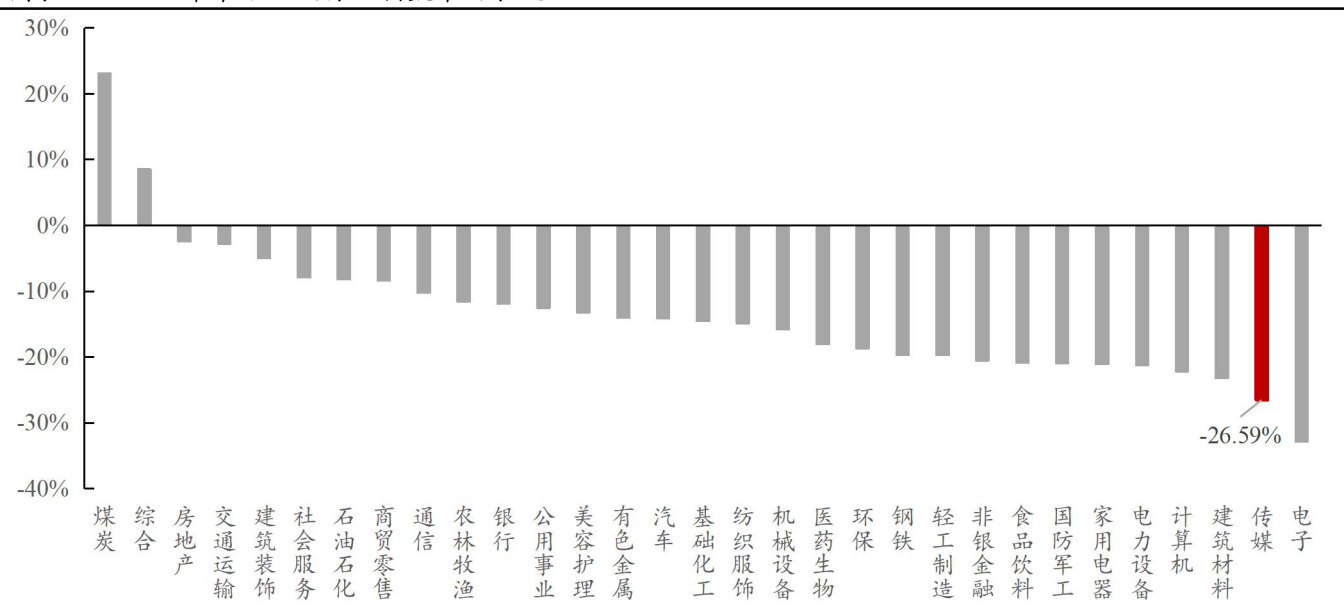
2022 年（1.1-12.31）上证指数下跌 15.13%，创业板指下跌 29.37%，沪深 300 指数下跌 21.63%。传媒（申万）板块下跌 26.07%，跑输上证指数 10.94pct。2022 年传媒（申万）指数涨跌幅在 31 个申万一级行业指数中位列第 30。

图表 1. 2022 年各类指数行情回顾

板块名称	年初至今涨跌幅 (%)	年初至今相对涨跌幅 (pct)	年成交额 (亿元)	年平均换手率 (自由流通股本) (%)
传媒 (申万)	-26.07	——	57243.71	3.09
上证指数	-15.13	-10.94	959416.81	1.90
创业板指	-29.37	3.30	449461.56	2.06
沪深 300	-21.63	-4.43	601501.65	1.18

资料来源：iFind，东亚前海证券研究所

图表 2. 2022 年申万一级行业指数市场表现

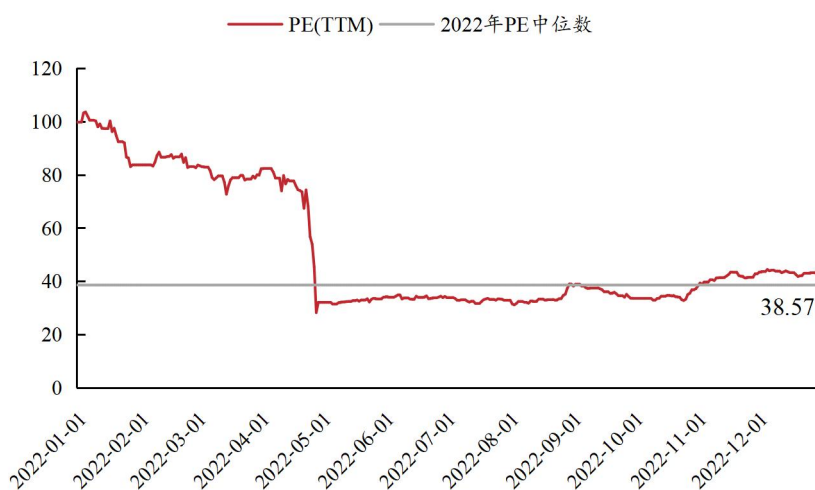


资料来源：iFind，东亚前海证券研究所

#### 1.1.2. 传媒指数处于历史中枢

当前传媒板块整体估值处于历史中枢位置。截至 2022 年 12 月 31 日，传媒板块市盈率 (TTM) 为 43.93，2022 年全年中位数为 38.57。传媒指数 (申万) 2022 年市盈率 (TTM) 低点为 28.20，发生于 2022 年 4 月；历史高点为 103.55，发生于 2022 年 1 月。

图表 3. 传媒指数（申万）2022 年 PE（TTM）



资料来源：iFind，东亚前海证券研究所

### 1.1.3. 传媒个股表

2022 年传媒（申万）板块中，个股涨幅前五名分别为：贵广网络（+167.32%）、三五互联（+102.67%）、生意宝（+66.87%）、博纳影业（+65.47%）、中科云网（+60.91%）；跌幅前五名分别为：\*ST 新文（-63.57%）、川网传媒（-61.49%）、\*ST 中昌（-57.88%）、内蒙新华（-57.36%）、世纪华通（-54.59%）。

图表 4. 2022 年传媒个股涨跌幅前五

年涨幅前五				年跌幅前五			
证券代码	证券简称	收盘价 (元)	年涨幅 (%)	证券代码	证券简称	收盘价 (元)	年跌幅 (%)
600996.SH	贵广网络	14.89	167.32	300336.SZ	*ST 新文	1.41	-63.57
300051.SZ	三五互联	9.10	102.67	300987.SZ	川网传媒	14.94	-61.49
002095.SZ	生意宝	27.50	66.87	600242.SH	*ST 中昌	1.15	-57.88
001330.SZ	博纳影业	11.98	65.47	603230.SH	内蒙新华	11.03	-57.36
002306.SZ	中科云网	5.31	60.91	002602.SZ	世纪华通	3.81	-54.59

资料来源：iFind，东亚前海证券研究所

注：收盘价为 2022 年 12 月 31 日数据

2022 年第四季度机构重仓持股按持有基金数排名前十的传媒公司如下表所示：腾讯控股、分众传媒、国联股份、三七互娱、芒果超媒、新东方



在线、吉比特、完美世界、光线传媒、中南传媒。

图表 5. 2022 年第四季度机构持有基金数排名前十传媒标的

序号	代码	名称	持有基金数	持有公司家数	持股总量(万股)	季报持仓变动(万股) (第四季度)	持股占流通股比(%)
1	0700.HK	腾讯控股	608	85	15221.32	6382.85	1.59
2	002027.SZ	分众传媒	161	58	89757.46	17023.87	6.21
3	603613.SH	国联股份	120	38	9006.45	-2466.68	18.06
4	002555.SZ	三七互娱	82	39	10563.57	688.32	6.46
5	300413.SZ	芒果超媒	55	29	7977.37	-2473.99	7.81
6	1797.HK	新东方在线	49	18	5507.14	2454.21	5.47
7	603444.SH	吉比特	49	20	435.39	156.71	6.06
8	002624.SZ	完美世界	23	15	3245.96	-689.02	1.78
9	300251.SZ	光线传媒	20	11	14108.90	480.81	5.06
10	601098.SH	中南传媒	16	10	5561.91	-1701.71	3.10

资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

2022 年第四季度按持股数量排名前十的传媒公司如下表所示：分众传媒、希望教育、腾讯控股、光线传媒、三七互娱、凤凰传媒、世纪华通、国联股份、芒果超媒、微盟集团。

图表 6. 2022 年第四季度机构持股数量排名前十传媒标的

序号	代码	名称	持股总量(万股)	季报持仓变动(万股) (第四季度)	持股占流通股比(%)	持股总市值(万元)	持股市值占基金净值比(%)
1	002027.SZ	分众传媒	89757.46	17023.87	6.21	599579.82	0.02
2	1765.HK	希望教育	28930.20	11639.00	3.60	18089.74	0.00
3	0700.HK	腾讯控股	15221.32	6382.85	1.59	4541404.50	0.18
4	300251.SZ	光线传媒	14108.90	480.81	5.06	122183.07	0.00
5	002555.SZ	三七互娱	10563.57	688.32	6.46	191200.63	0.01
6	601928.SH	凤凰传媒	10230.67	-20.31	4.02	81026.90	0.00
7	002602.SZ	世纪华通	10110.43	6760.48	1.66	38520.74	0.00
8	603613.SH	国联股份	9006.45	-2466.68	18.06	796530.56	0.03
9	300413.SZ	芒果超媒	7977.37	-2473.99	7.81	239480.58	0.01
10	2013.HK	微盟集团	7177.40	7087.40	2.82	42699.63	0.00

资料来源：Wind，东亚前海证券研究所



## 1.2. 核心子板块及标的

我们看好传媒行业疫后复苏趋势，选取了3个弹性较大的子行业共计17家公司采用总体法进行分析，选取的行业及公司如下：

**广告营销：**分众传媒、兆讯传媒、易点天下、蓝色光标、三人行、省广集团、华扬联众、浙文互联。

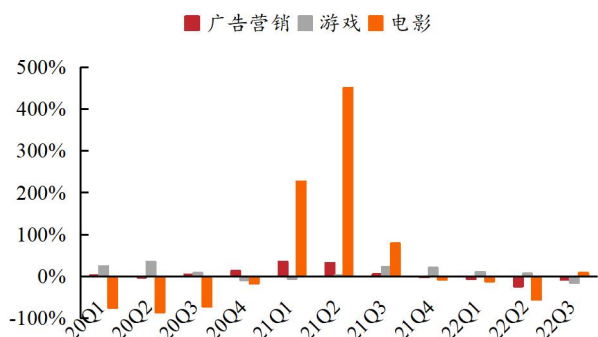
**游戏：**恺英网络、三七互娱、完美世界、吉比特。

**电影：**光线传媒、中国电影、万达电影、上海电影、欢瑞世纪。

**收入端：**2022Q1-Q3 三个行业收入多数承压，广告营销收入同比分别为-5.7%\-23.7%\-7.9%；游戏行业收入同比分别为+11.3%\+7.4%\-15.3%；电影行业收入同比分别为-11.6%\-55.4%\+8.9%。

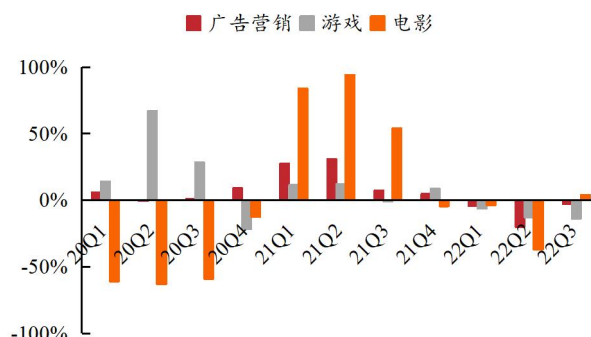
**成本端：**2022Q1-Q3 成本变化幅度均小于收入端，体现出行业内降本增效成效显著。其中广告营销成本同比分别为-4.1%\-20.0%\-3.0%；游戏行业成本同比分别为-6.3%\-13.0%\-13.9%；电影行业成本同比分别为-3.6%\-37.1%\+4.0%。

图表 7. 2020Q1-2022Q3 营业收入增速



资料来源：iFind，东亚前海证券研究所

图表 8. 2020Q1-2022Q3 营业成本增速

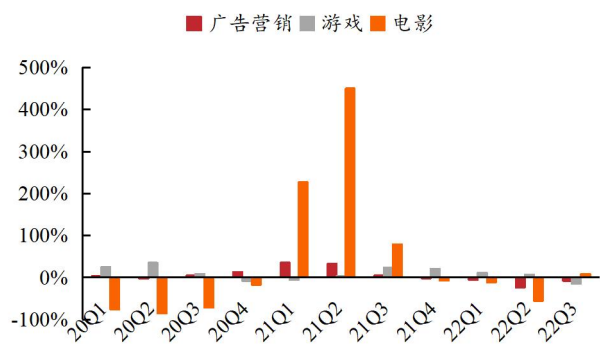


资料来源：iFind，东亚前海证券研究所

**毛利率：**2022Q1-Q3 毛利率情况有所下行，主要因疫情管控期间部分业务无法顺利开展，制作和经营成本有所提高。其中广告营销毛利率分别为 16.1%\12.1%\12.9%；游戏行业毛利率分别为 80.5%\79.1%\78.3%；电影行业毛利率分别为 26.7%\0.7%\21.4%。

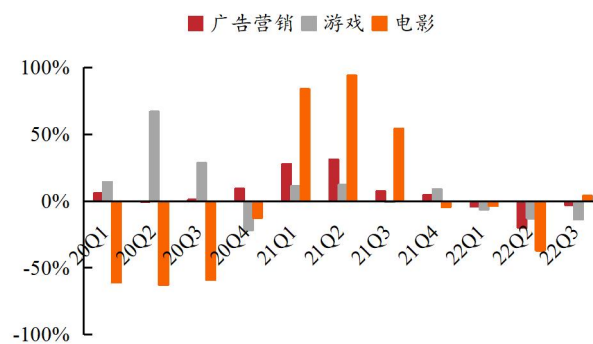
**扣非归母净利润：**2022Q1-Q3 扣非归母净利润除游戏行业外显著承压。广告营销扣非归母净利润同比分别为-27.7%\-64.6%\-33.1%；游戏行业扣非归母净利润同比分别为+135.0%\+117.8%\-25.9%；电影行业扣非归母净利润同比分别为-76.7%\-263.6%\-81.2%。

图表 9. 2020Q1-2022Q3 毛利率



资料来源: iFind, 东亚前海证券研究所

图表 10. 2020Q1-2022Q3 扣非归母净利润增速



资料来源: iFind, 东亚前海证券研究所

### 1. 2. 1. 核心个股估值表

图表 11. 传媒营销、游戏、电影核心标的盈利预测与估值 (iFind 一致预期)

细分板块	股票名称	归母净利润 (亿元)				PE TTM (参考 12 月 31 日收盘价)			
		2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022A	2023E	2024E
营销	分众传媒	60.63	33.59	52.64	63.82	19.51	25.58	30.73	19.27
	兆讯传媒	2.41	2.21	3.56	4.86	-	34.82	34.94	21.65
	易点天下	2.59	3.07	3.82	4.99	-	28.44	30.44	24.43
	蓝色光标	5.22	4.14	7.15	8.81	51.22	1976.40	77.17	20.79
	三人行	5.05	7.30	10.25	13.26	23.32	16.51	16.93	12.09
	省广集团	1.84	-	-	-	48.64	39.70	-	-
	华扬联众	2.29	2.65	3.70	4.46	32.26	22.60	14.70	10.53
	浙文互联	2.94	3.60	4.57	5.51	37.87	31.53	25.58	17.57
游戏	恺英网络	5.77	10.93	14.27	17.81	21.72	14.28	16.64	12.66
	三七互娱	28.76	30.52	35.38	40.09	20.84	11.77	15.50	13.45
	完美世界	3.69	17.14	19.75	22.64	106.73	24.40	17.53	14.79
	吉比特	14.68	13.96	16.74	19.53	20.64	17.64	18.06	15.06
	光线传媒	-3.12	5.14	9.70	11.90	-	-	84.85	25.64
电影	中国电影	2.36	1.79	8.43	10.44	101.17	-	239.11	35.17
	万达电影	1.06	-3.82	11.24	14.45	324.75	-	-	27.21
	上海电影	0.22	-	-	-	221.73	-	-	-
	欢瑞世纪	-3.34	1.82	2.61	3.05	-	-	-	-

资料来源: iFind, 东亚前海证券研究所

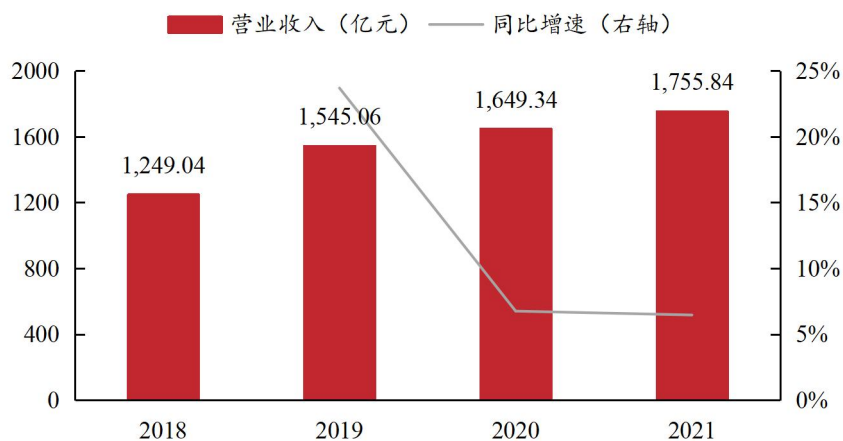
## 2. 广告营销

### 2. 1. 市场表现

行业增速与防疫政策同频共振。我们选取了申万广告营销行业指数并从中剔除广告营销行业 ST 股后,统计了从 2017-2021 年的历史营业收入表

现。自 2020 年以来广告营销行业的营收增速明显放缓，2021 年实现营收 1755.84 亿元，同比上升 7.18%；由于 2021 年防疫政策收紧，行业自去年下半年以来整体表现欠佳，在 2022 年年初政策转暖后实现触底回升，但仍受疫情制约，目前尚未恢复至疫情前水平。但随着 2022 年 12 月疫情防控政策进一步优化，我们预期广告营销行业触底回暖，行业的复苏进程有望提速。

图表 12. 2018-2021 年申万广告营销行业收入与增速情况



资料来源：iFind，东亚前海证券研究所

**广告龙头公司营收加速分化，行业或将面临加速洗牌。**从 2019 年起，线上和线下广告营收同比分化较为显著。线下广告侧，梯媒龙头分众传媒在 2018 年起与竞争对手新潮传媒进行市占率竞争，故公司 2019-2020Q2 的营收相较以前年度出现大幅下滑，在 2020 年停止不良竞争之后，公司专注于主营业务，营收回暖较为显著，2021Q1 同比+85.4%，直至 2021Q4 受疫情反复收入不及预期，2022Q3 同比-34.1%。户外媒体兆讯传媒由于在 2022 年 3 月上市，2019 年数据缺失。尽管受疫情反复人群出行受阻影响，但公司在 2021 年营收同比均有所上升，四个季度同比分别为+15.1%/+33.7%/+27.0%/+30.9%，直至 2022 年 Q2 才有所下行。线上营销侧，主要受国内流量成本不断攀升，各家广告经营策略有所侧重，故营收增速无固定范式。

图表 13. 广告龙头公司 2019Q1-2022Q3 营收增速对比

分类	公司	代码	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3
线下广告	分众传媒	002027.SZ	-11.8%	-25.2%	-15.3%	-12.1%	-25.8%	-14.0%	2.4%	30.7%	85.4%	39.7%	17.1%	-12.6%	-18.2%	-48.8%	-34.1%
	兆讯传媒	301102.SZ	-	-	-	-	-	-	-	-	15.1%	33.7%	27.0%	30.9%	35.0%	-19.5%	-9.8%
数字营销	蓝色光标	300058.SZ	11.4%	6.9%	27.6%	38.0%	45.1%	50.5%	44.6%	38.6%	28.0%	26.6%	-18.4%	-26.3%	-25.1%	-23.8%	5.2%
	三人行	605168.SH	-	-	-	-	37.2%	81.3%	75.8%	84.1%	26.6%	19.2%	7.4%	47.2%	58.8%	35.5%	108.0%
	省广集团	002400.SZ	-1.5%	-2.6%	7.2%	-17.4%	2.3%	-7.5%	19.7%	41.5%	18.0%	1.1%	-6.0%	-11.2%	1.7%	-1.2%	7.3%
	华扬联众	603825.SH	6.2%	6.9%	-5.3%	-13.3%	0.5%	-15.3%	-14.8%	-19.1%	11.6%	17.9%	55.7%	96.1%	11.9%	-47.9%	-48.4%

资料来源：iFind，东亚前海证券研究所

### 2.1.1. 国内广告行业复苏路径

**防疫优化政策频出，促进经济恢复。**2022 年 11 月 11 日，优化疫情防控二十条推出，强调“最大程度保护人民生命安全和身体健康，最大限度减少疫情对经济社会发展的影响”。此后，各地开始逐步对优化疫情防控政策作出响应；2022 年 12 月 7 日，国务院联防联控机制发布《关于进一步优化落实新冠肺炎疫情防控措施的通知》即新十条，进一步优化了新冠疫情的防控措施。基于当前疫情政策已调整完毕，并且随着首轮大规模新冠感染后，大家的消费预期提高，广告的投入也会相应提高。所以我们认为疫情防控优化将稳定居民对防疫政策的预期，提高居民消费意愿，广告主将有力增加广告预算，有利于国内广告营销板块的整体复苏。

**国家实施宽松货币政策和财政刺激推动经济复苏。**中国人民银行宣布决定于 2022 年 12 月 5 日降低金融机构存款准备金率 0.25 个百分点，此次共计将释放约 5000 亿元长期资金；为促进融资，民营房企融资再获支持。11 月 1 日中国银行间市场交易商协会、中国房地产业协会联合中债信用增进投资股份有限公司，召集 21 家民营房企召开座谈会，明确将继续加大对民营房企发债的支持力度。

**各地通过下发消费券、加大相关领域投资、深化消费中心城市等方式积极响应。**浙江鼓励各地结合实际发放新能源汽车消费券，鼓励有条件的地市出台促进新能源汽车消费政策、开展新能源汽车下乡活动。鼓励各市对燃油车置换新能源汽车给予补贴。江苏苏州近期出台 55 条新政，推动经济运行整体好转。在扩大投资方面，提出支持民间投资更多进入交通、能源、水利、城建、环保等重点行业和领域，支持民营资本通过基础设施 REITs 等金融工具盘活存量资产。上海将深化国际消费中心城市建设，支持消费市场创新发展，促进文创产业、旅游产业和体育产业加快恢复。

图表 14. 2020 年 2 月至 2022 年 12 月防疫措施回顾

时间	政策	相关内容/变化
2020.02.05	《新型冠状病毒感染的肺炎诊疗方案（试行）》	冠状病毒病原学特点、临床特点、病例定义、鉴别诊断、病例的发现与报告、治疗、解除隔离和出院标准、转运原则和医院感染控制等内容。
2020.01.22	《新型冠状病毒感染的肺炎防控方案（第二版）》	方案提到疾病的潜伏期最长约为 14 天，病例存在人传人情况，参照 SARS 和 MERS 的防控经验判断，潜伏期可能无传染性。
2020.01.28	《新型冠状病毒感染的肺炎防控方案（第三版）》	乙类法定传染病甲类管理：增加个人防护指南特定场所消毒技术方法。
2020.02.06	《新型冠状病毒感染的肺炎防控方案（第四版）》	强调了无症状感染者原则上应采取集中隔离医学观察。
2020.03.07	《新型冠状病毒感染的肺炎防控方案（第六版）》	更具有乙类传染病积累管理要求，分区分级，精准施策。
2020.09.11	《新型冠状病毒感染的肺炎防控方案（第七版）》	调整“7+7”“2+1”集中隔离医学观察措施。
2021.05.11	《新型冠状病毒感染的肺炎防控方案（第八版）》	要求隔离医学观察期间应采集鼻咽拭子进行核酸检测，解除隔离时应同时采集 2 份鼻咽拭子样本；接触者隔离医学观察期间阳性其密接的密接按照密切接触者管理。
2022.03.11	《新冠病毒抗原检测应用方案（试行）》	《方案》规定了抗原检测的适用人群，《方案》还包括 2 个附件，即基层医疗卫生机构新冠病毒抗原检测基本要求及流程、新冠病毒抗原自测基本要求及流程。
2022.06.27	《新型冠状病毒感染的肺炎防控方案（第九版）》	针对奥密克戎变异株传播速度快、隐匿性强等特点的基础上，优化调整风险人员的隔离管理期限和方式
2022.11.11	《关于进一步优化新冠肺炎疫情防控措施科学精准做好防控工作的通知》	缩短隔离时间；取消中风险区域划分；不再判定次密接；取消航班熔断机制；扩大核酸检测范围，不得加码管控等。
2022.11.21	《新冠肺炎疫情防控核酸检测实施办法》	旅客需凭 48 小时内核酸检测阴性证明乘坐飞机、高铁等交通工具。对入住宾馆酒店和进入旅游景区人员需查验健康码和 72 小时内核酸检测阴性证明。疫情所在区每日开展 1 次全员核酸检测，连续 3 次核酸检测无社会面感染者后，间隔 3 天再开展 1 次全员核酸检测，无社会面感染者可停止全员核酸检测。
2022.11.21	《新冠肺炎疫情风险区划定及管控方案》	明确了风险区划定标准及相应的防控措施和解除标准。高风险区一般以单元、楼栋为单位划定。在疫情传播风险不明确或存在广泛社区传播的情况下，可适度扩大高风险区划定范围。高风险区实行封控措施，期间“足不出户、上门服务”。
2022.11.21	《新冠肺炎疫情居家健康监测指南》	对居家隔离和居家健康监测人员的生活场所、社区服务以及自我管理给出了具体的指导。
2022.12.07	《关于进一步优化落实新冠肺炎疫情防控措施的通知》	感染新冠后可居家，快速解封；恢复购买感冒药物，加大高龄人士接种疫苗力度；全民核酸取消；保证学校政策教学及生活秩序。

资料来源：中国政府网，中华人民共和国民政部，国家卫健委，东亚前海证券研究所



图表 15. 2019 年 8 月至 2022 年 12 月促消费政策回顾

时间	政策名称	相关内容
2019.08	《关于加快发展流通促进商业消费的意见》	提出 20 条提振消费信心措施，包括逐步放宽或取消汽车限购，支持商品以旧换新，鼓励金融机构创新消费信贷产品和服务，加大对新消费领域的金融支持等，针对流通消费领域存在的瓶颈和短板进行完善。
2020.03	《关于促进消费扩容提质加快形成强大国内市场的实施意见》	从市场供给、消费升级、消费网络、消费生态、消费能力、消费环境等六个方面促进消费扩容提质。 一是大力优化国内市场供给，全面提升国产商品和服务竞争力，进一步完善免税政策；二是重点推进文旅休闲消费提质升级，丰富特色文化旅游产品；三是着力建设城乡融合消费网络，打造若干区域消费中心，加强消费物流基础设施建设；四是加快构建“智能+”消费生态体系，加快新一代信息基础设施建设，鼓励线上线下融合等新消费模式发展，鼓励使用绿色智能产品，大力发展“互联网+社会服务”消费模式；五是持续提升居民消费能力，促进重点群体增收激发消费潜力；六是全面营造放心消费环境，积极推进消费领域信用体系建设。
2020.09	《关于以新业态新模式引领新型消费加快发展的意见》	经过 3—5 年努力，促进新型消费发展的体制机制和政策体系更加完善。到 2025 年，培育形成一批新型消费示范城市和领先企业，实物商品网上零售额占社会消费品零售总额比重显著提高，“互联网+服务”等消费新业态新模式得到普及并趋于成熟。加大对新型消费的政策支持力度，研究进一步对新型消费领域企业优化税收征管措施，更好发挥减税降费政策效应。
2020.11	《近期扩内需促消费的工作方案》	要下大力气抓好“六稳”工作、落实“六保”任务，进一步扩大内需，特别是有效促进消费，推动经济供需循环畅通，促进形成强大国内市场。
2021.01	《关于提振大宗消费重点消费促进释放农村消费潜力若干措施的通知》	稳定和扩大汽车消费、促进家电家具家装消费、提振餐饮消费。完善农村流通体系，以扩大县域乡镇消费为抓手带动农村消费，加强县域乡镇商贸设施和到村物流站点建设。推动农产品供应链转型升级，完善农产品流通骨干网络。
2021.03	《加快培育新型消费实施方案》	加大金融、财政支持力度，引导社会资本融资支持新型消费领域。进一步支持在线教育、智慧出行、“互联网+医疗健康”等新型消费领域发展，培育壮大零售新业态。
2022.01	《关于做好近期促进消费工作的通知》	在精准有效做好疫情防控前提下，抓住春节、元宵节等传统佳节消费旺季契机，适应居民消费习惯变化和提质升级需要，挖掘消费热点和增长点，进一步释放居民消费潜力，推动实现一季度经济平稳开局。
2022.02	全国消费促进工作电视电话会议在北京召开	2022 年要按照党中央、国务院决策部署，坚持稳字当头、稳中求进，在做好疫情防控的基础上，出台务实管用的促消费政策措施。创新开展系列消费促进活动，打造消费升级平台，提升传统消费能级，加快发展新型消费，促进消费持续恢复和升级，努力实现消费“开门稳”，巩固消费对经济发展的基础性作用，更好服务构建新发展格局。
2022.03	《政府工作报告》	坚定实施好扩大内需战略，进一步释放消费潜力，多措并举促进消费持续恢复。重点工作有以下几个方面：一是提升消费能力。二是培育消费新增长点。三是大力发展绿色消费。四是营造安全放心消费环境。
2022.04	《关于进一步释放消费潜力促进消费持续恢复的意见》	从系统全面促进消费的角度，提出了五大方面：积极推进实物消费提质升级，加力促进健康养老托育等服务消费，持续拓展文化和旅游消费，大力发展绿色消费，充分挖掘县乡消费潜力的 20 大举措，着力稳住消费基本盘。
2022.12	《扩大内需战略规划纲要（2022—2035 年）》	消费方面，要求全面促进消费，加快消费提质升级：一、提升传统消费；二、积极发展服务消费；三、加快培育新型消费；四、大力倡导绿色低碳消费。

资料来源：国家发改委，国务院办公厅，商务部东亚前海证券研究所

## 2.2. 互联网广告公司

### 2.2.1. 对标美国市场，防疫后期市场恢复加速

根据《华盛顿邮报》《纽约时报》《雅虎新闻》《新华网》等一些权威新闻媒体的连续报告，我们将新冠疫情划分为无疫情期间（2019Q4 前）、潜伏期间（2020Q1）、严格防疫期间（2020Q2）、疫情防控期间（2020Q3-2022Q1）以及疫情防控优化后的“放开”期间（2022Q2 后）。并且结合美国互联网龙头公司（脸书、谷歌、微软、SNAP）的广告业务在该时间段的营收情况，发现了如下规律：

1) 美国互联网公司广告业务收入除 Snap 外在无疫情期间（2019Q1-2019Q4）、潜伏期（2020Q1）和严格防疫期间（2020Q2）营收基本保持低双位数的同比增长，增速略有下降，无疫情期\潜伏期\严格防疫期间的营收同比增长中位数分别为+20.67%\+13.67%\+13.63%。

2) 疫情防控期间（2020Q3-2022Q1）明显上行，其中 Snap 增速依然夺冠，在 2021Q2 同比达到+116.2%，而微软广告增速排名垫底，但在疫情防控期间仍然达到同比平均+19.07%的增长，远超过无疫情期间（平均+9.58%）以及潜伏期（+3.9%）的业务增长。我们认为主要因为美联储放水，资金流动较为宽裕所致。

3) 放开期间（2022Q2-2022Q3）互联网广告公司营收同比增长恢复至个位数水平，中位数跌至+7.22%，主要受前期基数较高所致。

图表 16. 美国互联网龙头公司 2019-2022Q3 营收增速对比

公司	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3
	无疫情期间				潜伏期	严格防疫期	防控期间				放开期间				
脸书	26.4%	27.5%	28.4%	24.6%	17.0%	10.2%	22.1%	31.1%	45.9%	56.0%	33.2%	20.1%	6.1%	-1.5%	-3.7%
谷歌	14.8%	15.7%	16.7%	15.7%	10.4%	-8.1%	9.8%	21.8%	32.3%	68.9%	43.2%	32.6%	22.3%	11.6%	2.5%
微软	7.1%	10.4%	11.4%	9.5%	3.9%	22.1%	-10.1%	10.3%	20.9%	12.9%	48.5%	28.4%	22.7%	8.7%	10.2%
SNAP	38.9%	48.0%	49.9%	43.9%	44.3%	17.0%	52.1%	62.5%	66.4%	116.2%	57.3%	42.4%	38.1%	13.1%	5.7%

资料来源：各公司年报，东亚前海证券研究所

### 2.2.2. 关注后疫情时代的市场复苏

受宏观环境政策的影响，2022 年上半年中国互联网广告营销市场规模同比下降 2.3%；下半年中国经济逐渐回暖，2022Q3 中国互联网广告市场规模为 1663.3 亿元，同比增长 5.1%，预计后续互联网广告市场规模将与宏观环境景气程度共振。

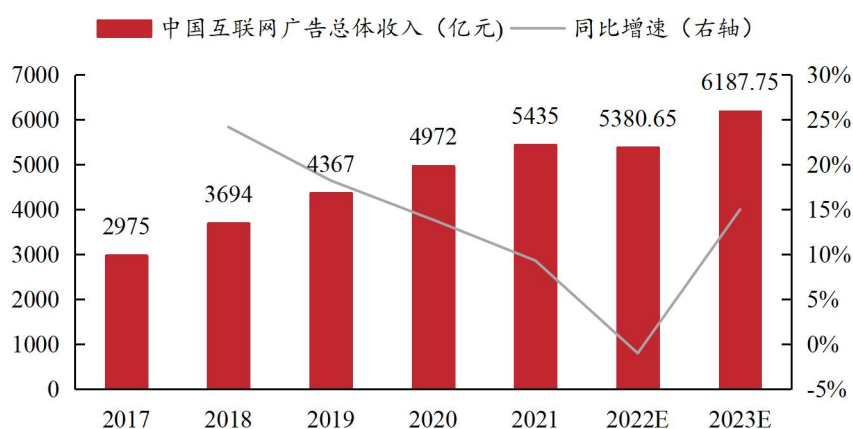
同时，受疫情冲击，2022 年全媒体广告刊例费下滑，互联网广告景气度短期下行。根据 CTR 数据，2022 年 1-10 月我国广告市场花费同比减少 11.2%，但伴随国内市场逐步稳定及疫情放开后需求侧的修复，广告板块或将有序复苏。



在政策层面，各大部门及主管机构释放积极信号：十四五数字经济规划为线上平台注入强心针；2022年9月颁布《互联网弹窗信息推送服务管理规定》，对互联网广告行业全面监管，促进互联网广告行业健康良性发展。政策托底加之经济发展，有望拉动2023年互联网广告市场回暖。

根据 QuestMobile 数据，2022 年中国互联网广告市场规模预计为 5380.65 亿元，同比下降 1.00%。我们认为随着下半年来防控政策的松动、市场监管环境的改善、互联网公司内部调整以及适应寒冬能力的加强，2023 互联网广告市场有望迎来回暖。

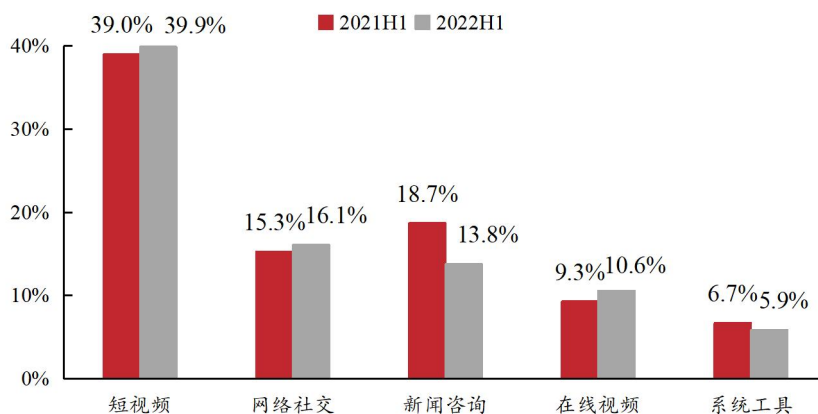
图表 17. 2017-2023E 中国互联网广告收入



资料来源：QuestMobile，东亚前海证券研究所

从广告主投放广告的媒介类型来看，视频类（包括短视频、在线视频）媒介和社交类媒介持续获得广告主青睐。我们认为视频类的头部媒介用户黏性较高，有望获得用户规模的进一步增长。

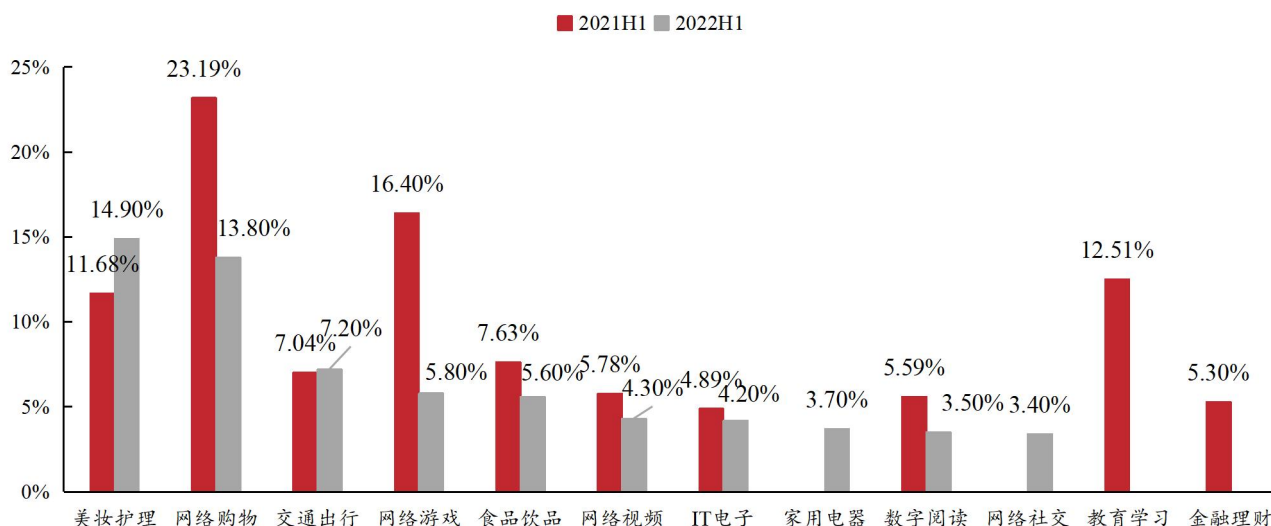
图表 18. 2021H1 及 2022H1 媒介行业的互联网广告收入占比



资料来源：QuestMobile，东亚前海证券研究所

广告投入方面，美妆护理及网络购物在 2022H1 增长较快，而网络社交和家用电器则掉出行业前 10。根据 QuestMobile 的数据显示，2022H1 美妆护理、网络购物和交通出行行业投放预算较为充足，呈现逆势增长，占比分别为 14.90%\13.80%\7.20%，广告主通常在年末决定次年的广告投放预算，广告预算通常为行业复苏的先行指标，所以我们预计此三项行业将有望在 2023 年迎来全面复苏。

图表 19. 2021H1 及 2022H1 TOP10 广告投放行业分布



资料来源：QuestMobile，东亚前海证券研究所

注：由于每年 TOP10 行业有所差异，故部分行业在部分年份数据有所缺失

## 2.3. 非互联网广告公司

### 2.3.1. 对标 4A 广告公司

4A 广告公司为全球广告、行销和公司传播领域的风向标。4A 广告公司最早起源于美国，从单纯的广告媒介经过长期的业务发展与收并购，逐渐发展成为广告媒介代理、创意制作、总体策划等全面的广告代理服务公司，其客户已经发展至全球。

图表 20. 4A 广告公司介绍

公司	简介
Omnicom 集团	宏盟集团（英语：Omnicom Group, NYSE: OMC）正式成立于 1986 年，它的前身是 1891 年就创立并活跃的 Batten 传播公司。在发展期间先后合并了 Barton、Durstine & Osborn、DDB、Chiat/Day、TBWA 等著名广告公司，最终成为了营收规模前列的广告集团。
WPP 集团	WPP 集团（英语：WPP plc, NASDAQ: WPPGY）前身是一家生产购物车的公司，在 1985 年被熟悉金融和广告业的苏铭天收购。苏铭天主要通过资本运作的方式为 WPP 集团收购了 J.Walter Thompson、Ogilvy & Mather、Young & Rubicam 等广告公司，使其成为了英国最大的广告&传媒公司。
Interpublic 集团	Interpublic 集团（Interpublic Group of Companies, Inc. (IPG), NYSE: IPG）正式成立于 1960 年，它的前身是 1902 年成立的 Alfred W. Erickson 广告公司。旗下有 McCann-Erickson、Lintas、FCB 等著名广告公司，是美国第二大广告&传播集团。
博报堂 DY 控股	博报堂 DY 控股（日语：株式会社博報堂 DY ホールディングス，英语：Hakuhodo DY Holdings Incorporated, JPX: 2433）前身是成立于 1895 年的博报堂广告，2003 年 10 月，由博报堂、大广、读卖广告社三家广告公司进行股权置换后成立，是日本第二大的广告&传播公司。
电通集团株式会社	电通（日语：電通 / でんつう，英语：Dentsu, JPX: 4324）正式成立于 1955 年，它的前身是 1901 年创立的“株式会社日本广告”和“电报通讯社”。为世界上最大的单一业务广告公司，也是日本最大的广告公司。
阳狮集团股份公司	阳狮集团(法语：Publicis Groupe, Euronext: PUB)在 1926 年由 Marcel Bleustein 创建，从平面广告业务起家，后来成长为全面的广告代理公司，现在为法国最大的广告&传播集团。
Havas 集团	Havas 集团由 Charles Louis Havas 成立于 1835 年，旗下拥有 Euro RSCG、Arnold Worldwide Partners 等广告公司，是法国第二大广告&传播集团；2017 年，Havas 集团被 Vivendi 集团收购。

资料来源：各公司年报，东亚前海证券研究所

我们选取了国际 4A 广告公司（Omnicom 集团、WPP 集团、Interpublic 集团、博报堂 DY 控股、电通集团株式会社、阳狮集团股份有限公司、Havas 集团）作为国内非互联网公司的对照组，发现了如下规律：

1) 4A 广告公司收入在无疫情期间（2019Q1-2019Q4）基本保持同比个位数的增长，中位数为 2.5%。

2) 潜伏期（2020Q1）营收分化较大，其中阳狮集团、博报堂 DY 控股、电通集团株式会社保持正向增长，同比分别为+17.1%/+2.7%/+0.9%；而 WPP 集团、Omnicom 集团、Havas 集团、Interpublic 集团同比有所下降，同比分别为-18.5%\-1.8%\-0.2%\-0.1%。

3) 严格防疫期（2020Q2）进一步遏制了 4A 广告公司的业务开展情况，除阳狮集团外各家公司营收均呈双位数下降，按照营收同比下降幅度排列，WPP 集团（-34.0%）、Omnicom 集团（-24.7%）、Interpublic 集团（-19.6%）营收下降趋前。

4) 疫情防控期间（2020Q3-2022Q1）与互联网公司广告业务相仿，此阶段的营收明显上行，中位数为+8.09%。我们认为主要因为 4A 广告公司经过前期的疫情防控洗礼，积累了疫情下业务开展的经验。

5) 放开期间（2022Q2-2022Q3）4A 广告公司营收呈现出与互联网广告营收截然相反的趋势，多数公司营收均有所增加，中位数为+12.11%。我们认为一方面是传统广告公司多以策划、品宣为主，该项营收在出行受限时有所抑制，而在放开期间前期被抑制的需求被释放。

图表 21. 2019-2022Q3 4A 广告公司业务同比增速

公司	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3
	无疫情期				潜伏期	严格防疫期	防控期间						放开期间		
Omnicom集团	-4.4%	-3.6%	-2.4%	1.3%	-1.8%	-24.7%	-11.5%	-9.3%	0.6%	27.5%	7.1%	2.6%	-0.5%	-0.1%	0.2%
WPP集团	0.9%	2.3%	-12.4%	-46.5%	-18.5%	-34.0%	-9.8%	48.3%	-0.9%	21.7%	9.1%	-0.7%	6.7%	13.3%	10.3%
Interpublic集团	8.9%	5.4%	6.1%	1.6%	-0.1%	-19.6%	-12.8%	-12.1%	-4.4%	23.9%	19.6%	15.0%	13.8%	9.0%	3.8%
博报堂DY控股	15.0%	-8.6%	7.2%	8.4%	2.7%	-10.8%	-20.3%	-2.9%	8.1%	22.3%	35.2%	14.9%	28.8%	13.5%	12.7%
电通集团株式会社	3.5%	2.9%	2.5%	2.7%	0.9%	-16.3%	-12.9%	-12.7%	-1.5%	18.2%	29.7%	18.3%	15.6%	18.3%	9.7%
阳狮集团股份公司	1.7%	1.6%	17.3%	15.2%	17.1%	2.6%	-9.1%	-9.6%	-3.6%	10.7%	11.9%	13.1%	17.1%	21.0%	11.5%
Havas集团	3.8%	3.9%	2.5%	0.6%	-0.2%	-16.0%	-14.6%	-9.0%	-4.2%	10.3%	21.9%	10.9%	17.7%	22.0%	12.7%

资料来源：各公司年报，东亚前海证券研究所

## 2.3.2. 分众传媒

梯媒龙头地位稳固，覆盖 4 亿主流消费人群。分众传媒成立于 2003 年，多年来始终深耕广告营销领域，为客户提供楼宇媒体、影院银幕媒体及终端卖场媒体等广告投放服务。目前已经构建国内最大的城市生活圈媒体网络，点位覆盖国内主要城市 307 个，主流消费人群 4 亿人次。

媒体点位资源持续优化，聚焦核心城市。分众的核心业务竞争优势稳固，楼宇媒体覆盖面广，市场份额长期领先。分众作为行业龙头市场地位稳固，同时拥有优质媒介资源和头部客户资源的优势，夯实增长弹性。根据沙利文数据，公司楼宇媒体点位数量排在全国第一，市场份额领先第二至第五位竞争对手之和的 1.8 倍。公司目前点位集中布局在一、二线城市，其中电梯电视在一线、二线城市的数量分别为 20\42 万台，占比分别为 29%\62%，电梯海报在一线、二线城市的数量分别为 40.2 和 94.4 万台，占比分别为 25%和 60%。我们认为一二线城市人群的消费能力和消费意愿均与低线城市呈现较大差别，一二线城市有望成为公司营收的票仓来源。结合国际 4A 广告公司的营收复苏情况，我们认为分众传媒有望复刻 4A 广告公司后疫情时代的营收增长路径，其原因在于公司主要在策划、品宣类发力，叠加人流量增长幅度明显，有望带动单屏营收。

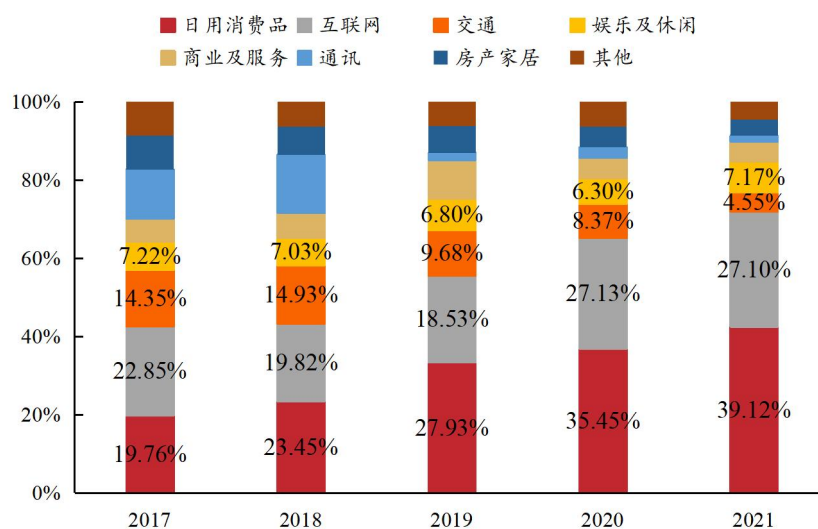
图表 22. 2017-2021 年分众传媒媒体数量变化情况

媒体类型	国内覆盖城市	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
电梯电视媒体	一线城市自营（万台）	11.3	19.6	19.3	18.3	20
	二线城市自营（万台）	13.9	40.2	38.3	35.9	42
	三线及以下城市自营（万台）	3.6	10.3	9.2	6.8	6
	境外自营（万台）	2	2.3	4.1	7.3	9.4
	加盟（万台）		2.5	2.4	2.4	4.1
电梯海报媒体	一线城市（万台）	38.3	49.7	43.6	41.2	40.2
	二线城市（万台）	67.6	102.3	95.8	97.4	94.4
	三线及以下城市（万台）	15.1	41.8	38.6	30.2	23.2
	境外（万台）	-	-	-	0	0.2
	参股（万台）	-	-	-	7.4	27.8

资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所

消费大盘稳定输出，广告结构优化促进增量。分析分众传媒的广告主营业务，消费品每年均占据公司营收的头把交椅，我们认为消费品竞争激烈、更新迭代迅速的特点提高了分众在疫情期间的抗周期能力。尤其疫情后的经济复苏，消费品的持续投放也会让分众实现业绩增长。据公司年报，公司 2021 年在日用消费品、娱乐及休闲和互联网细分品类的占比较为显著。楼宇媒体端，此三项的营收分别为 58.05\10.64\40.20 亿元，同比增长 +35.36%\+39.56%\+22.49%。影院媒体端，受影院去年经营受阻的基数较小影响，交通、互联网、娱乐及休闲、日用消费品和通讯细分品类位居前五，2021 年营收分别为 0.33\2.07\0.64\5.26\1.63 亿元，同比增长 +755.76%\+284.97%\+178.90%\+151.10%\+107.56%，营收的持续提高反映出产品市场认知的加强和客户认可度的加深。

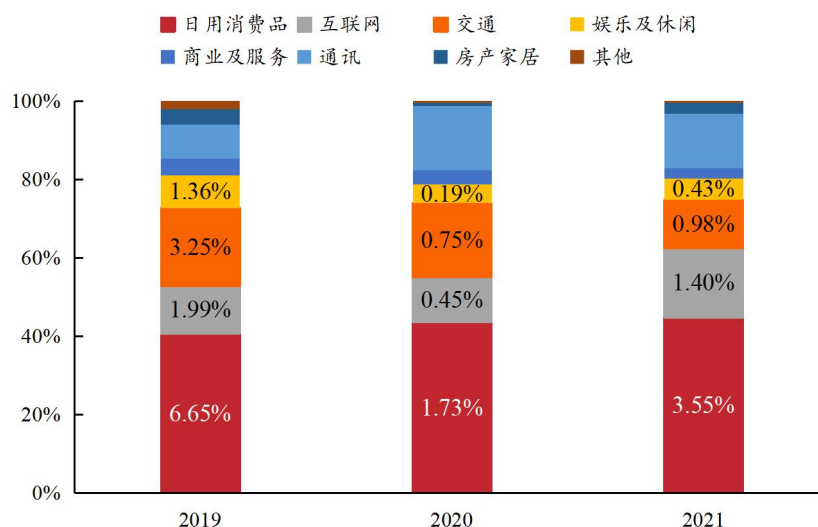
图表 23. 2017-2021 分众传媒楼宇媒体分行业营收占比



资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所



图表 24. 2019-2021 分众传媒影院媒体分行业营收占比



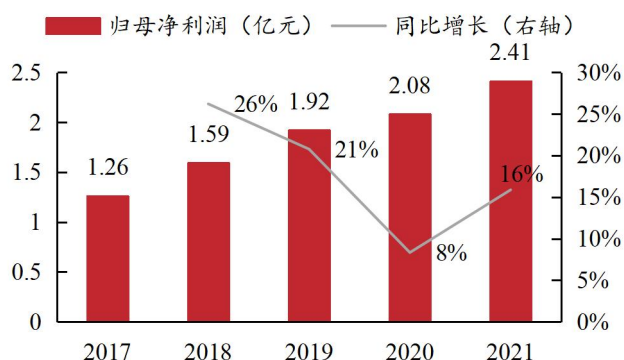
资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所

### 2.3.3. 兆讯传媒

**全链路数智化媒体运营商，数字户外场景全线拓展。**公司自 2007 年成立以来始终深耕铁路站媒体运营，在 2022 年 3 月成功登录 A 股资本市场。兆讯传媒深耕高铁数字媒体广告行业，依托高铁客运站、数字户外点位（DOOH）等场景，利用 LED 大屏幕、裸眼 3D 屏幕、电视视频机、数码刷屏机等媒介，向商旅客户持续传递信息。同时也致力于赋能都市的生活场景数智化建设，持续推进广告主的品牌全国化进程。

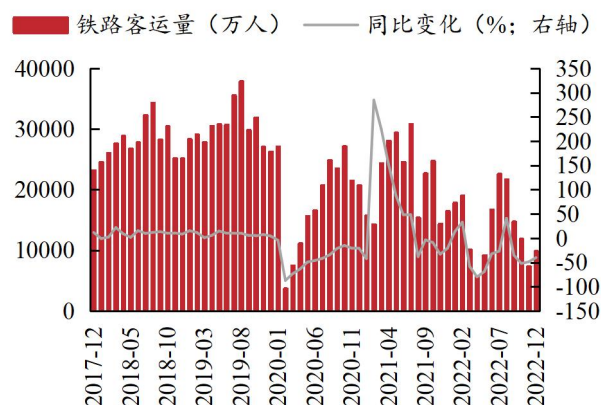
**疫情使出行受限，优化后释放商旅弹性。**2022 年受疫情影响，人们出行受限，根据国家铁路局数据，2022 年 1-10 月合计发送旅客 15 亿人次（YoY-35.0%），其中中秋/国庆等出行旺季客流量均有不同幅度下降（YoY-36.4%/-39.9%），兆讯业绩与铁路客流量相关性较高，低人流量下压制广告主的投放热情。但随着疫情防控政策优化，据央视新闻，2023 年元旦假期铁路日均发送旅客 508 万人次，较 2022 年 11 月份日均发送旅客增长 109%，客流进一步回暖。我们认为伴随疫情的逐渐好转，商旅乘客出行将会恢复，高铁媒体的价值日益凸显，带动兆讯传媒的业绩逐步复苏。

图表 25. 2017-2021 年兆讯传媒归母净利润情况



资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

图表 26. 2018-2021 年铁路客运量情况



资料来源：iFind，东亚前海证券研究所

**传统户外媒体点位丰富，竞争壁垒显著。**据公司年报，截至 2021 年 12 月 31 日，兆讯传媒与国内 18 家铁路局集团中的 17 家签署了媒体资源使用协议，签约铁路客运站 558 个，开通运营铁路 432 个，运营 5607 块数字媒体屏幕，全国覆盖面高达 97%；兆讯发力销售网络建设，将在上海、广州、深圳、长沙、成都、武汉、温州、青岛、三亚、海口、太原、呼和浩特、南昌、南宁 14 座城市扩建和新建合计 14 个营销运营中心，优化业务布局，提升本地化服务能力。我们认为随着大环境向好，国家持续建设高铁线路，高铁客运量的显著回升将带来的高铁站点媒体营销价值升高。而资源数量的提升和高铁客运量回升有望提升广告的传播效果，公司高铁媒体业务或将迎来量价齐升。

图表 27. 2017-2021 年兆讯传媒的媒体设备情况

项目	2017	2018	2019	2020	2021H1	2021
数码刷屏机 (块)	2355	2677	3071	3747	3845	-
电视视频机 (块)	1962	1705	1352	1133	1118	-
LED 大屏 (块)	22	25	38	67	89	-
小计 (块)	4339	4407	4461	4947	5052	-
数码刷屏机 (块)	314	438	340	253	254	-
电视视频机 (块)	1973	1112	596	274	267	-
LED 大屏 (块)	5	5	3	0	8	-
小计 (块)	2292	1555	939	527	529	-
合计 (块)	6631	5962	5400	5474	5581	5607

资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所

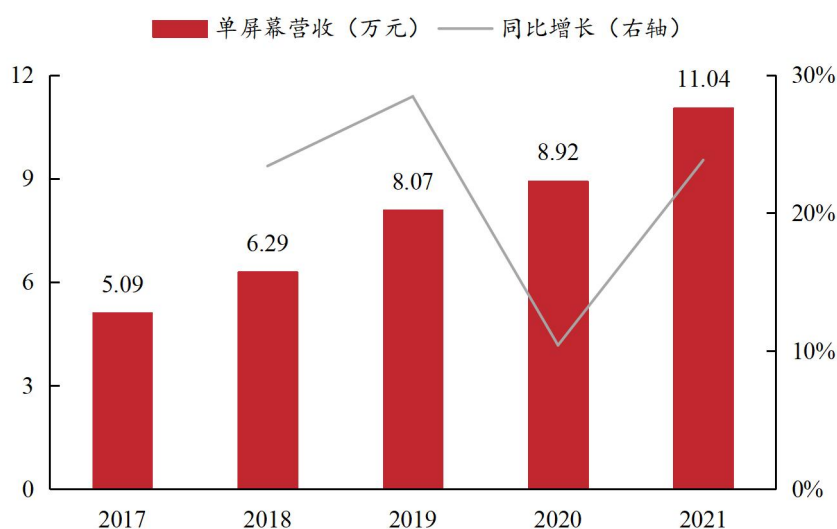
**优化高铁站建设，数码刷屏机迭代升级。**公司紧跟中国高铁的快速发



展，伴随普通车站的关停，公司也将主要精力放在高铁站设备优化上。由于高铁站的空间开阔且建筑布局更加一体化，公司优先选择采用立式安装的数码刷屏机，2017-2021H1 高铁站的数码刷屏机（目前主流机型为 86 寸屏，展示效果更加高效，显示器和电子元器件均为工业级）分别为 2355\2677\3071\3747\3845 块，占比分别为 36%\45%\57%\68%\69%，体现出公司媒体设备不断更迭，广告客户的品牌塑造力不断加深。

**单屏幕营收稳定上行，2021 年达到 11.04 万元。**2017-2021 年单屏幕营收分别为 5.09\6.29\8.07\8.92\11.04 万元，同比增长+23%\+28%\+10%\+24%，计算公式为公司总营收除以当年的屏幕数总计。我们认为单屏幕营收指标的稳定上行代表了公司获客能力的加强，议价能力的增加以及广告客户投放的预算增加，凸显公司的竞争优势。

图表 28. 2017-2021 年兆讯传媒的单屏幕营收



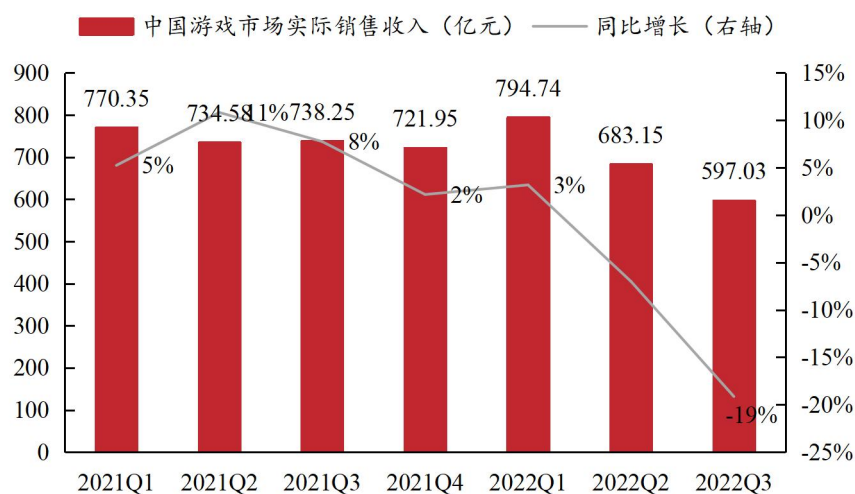
资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所

## 3. 游戏行业

### 3.1. 市场表现

游戏行业收入在 2022 年呈现下滑趋势，但是精品化策略或将成为业内主流。2022Q1 游戏业务收入总计 794.74 亿元，同比仍然保持增长，同比变动+3%；但 Q2 和 Q3 则呈现明显下滑，分别同比-7.00%/-19.13%。我们认为游戏作为成熟行业的代表，其监管长管长严已受业内公认，中长期发展主要依靠于产品品质的提升以及产业生态的完善。监管侧或将延续强化导向管理与内容建设，主要游戏厂家则在游戏设计、玩法升级、研发品质上潜心打造内容精品，助力产业生态持续完善。

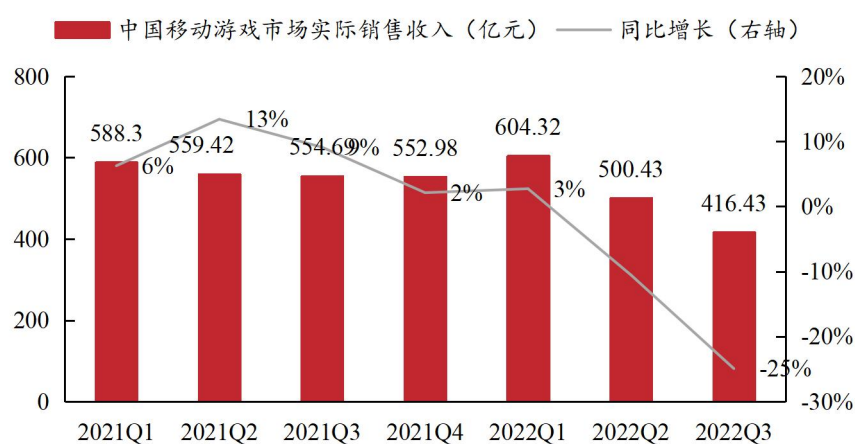
图表 29. 2021Q1-2022Q3 中国游戏市场实际销售收入



资料来源：中国音数协游戏工委，中国游戏产业研究院，东亚前海证券研究所

**2022H1 中国移动游戏市场实际销售收入 1104.75 亿元，同比减少 3.74%，2022Q3 收入 416.43 亿元，环比减少 16.79%，**主要因新游质量不及去年同期，行业缺乏爆款，头部游戏多处于运营稳定期。相较去年 Q3 重磅上线的腾讯《英雄联盟手游》、网易《哈利波特：魔法觉醒》、三七互娱《斗罗大陆：魂师对决》等一众力作，2022 年同期上线的游戏中，只有网易《暗黑破坏神：不朽》进入第三季度流水榜 Top10。

图表 30. 2021Q1-2022Q3 中国移动游戏市场实际销售收入

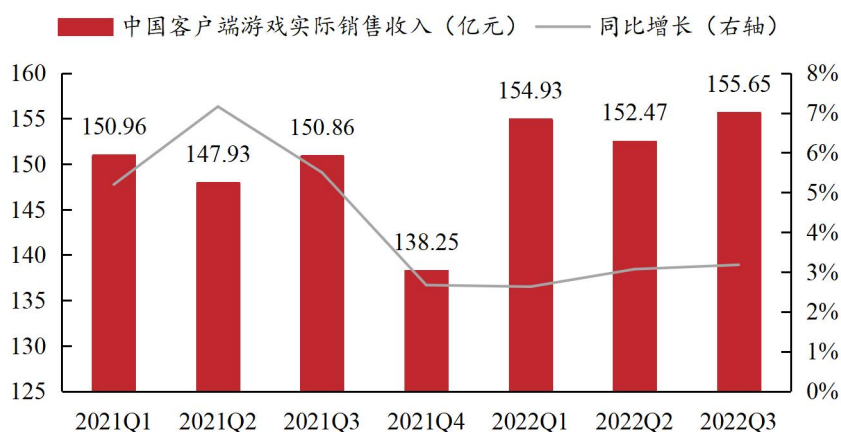


资料来源：iFind，东亚前海证券研究所

客户端游戏在近三个季度保持同比增长。2022Q1-2022Q3 端游收入同比分别增长+2.63%\+3.07%\+3.18%，我们认为客户端游戏在行业整体不景

气的背景下仍有营收增量，其内部原因或将是核心用户玩家的游玩习惯和付费方式、付费率保持相对稳定；而外部原因则是疫情使居家时间被拉长，采用电脑娱乐的场景增加，但伴随防疫措施的优化，居家时间减少，客户端游戏市场或将迎来增速放缓。

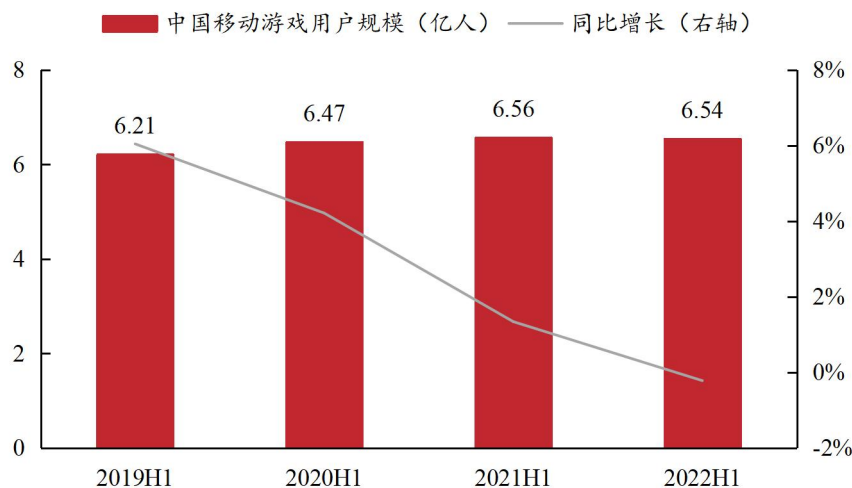
图表 31. 2021Q1-2022Q3 中国客户端游戏市场实际销售收入



资料来源：iFind，东亚前海证券研究所

手游用户规模持平，主要因渗透率趋于饱和且未成年人游戏时长有所限制。2022 年上半年中国移动游戏用户规模 6.54 亿人，与去年同期几乎持平。我们认为主要因由于 2021 年 9 月新实施的《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》，在国内形成了一套完整的未成年防沉迷措施体系，限制了未成年用户的游戏时长，且新游戏上线数量以及质量弱于往年，贡献营收不及预期。

图表 32. 2019-2022 年中国移动游戏用户规模及同比增速

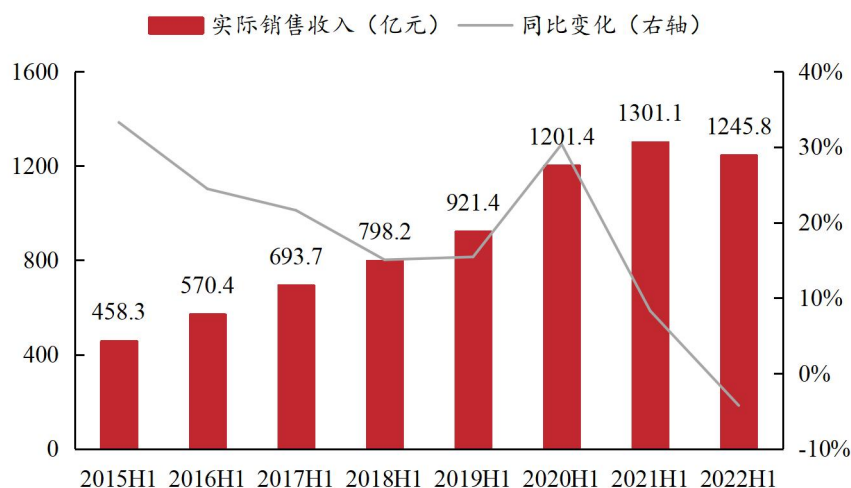


资料来源：中国游戏产业研究院，伽马数据，东亚前海证券研究所

### 3.2. 国内游戏

2022H1 中国自主研发游戏国内市场实际销售收入 1245.82 亿元，同比下降了 4.25%。从市场规模占比看，自研游戏仍然占到中国游戏市场实际收入的八成以上，但比例较去年有所下降。

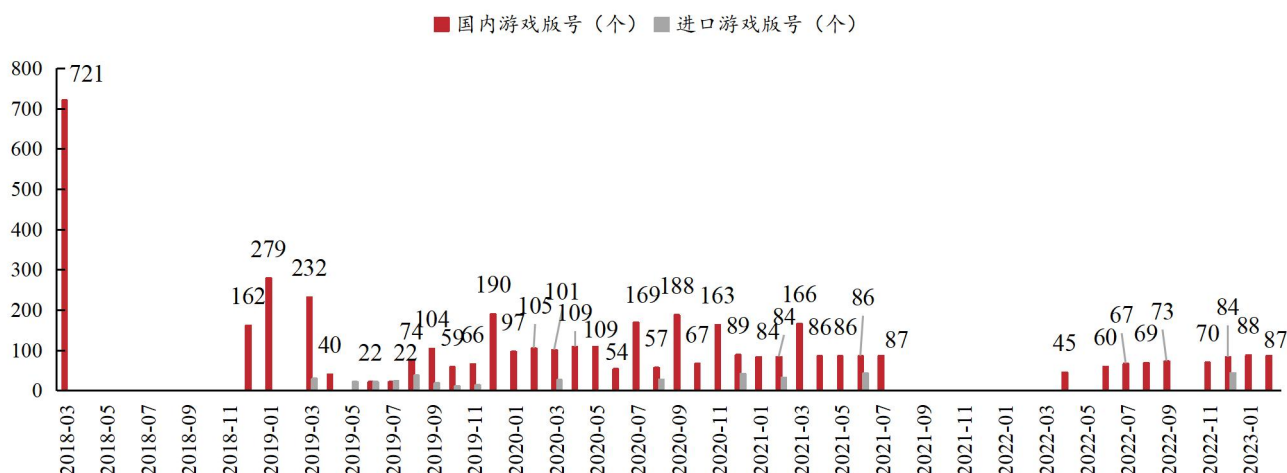
图表 33. 2018H1-2022H1 中国自主研发网络游戏市场收入及增速



资料来源：中国游戏产业研究院，伽马数据，东亚前海证券研究所

**游戏版号审批进入常态化，或将从供给端上促进游戏产业的蓬勃发展。** 2023 年 1 月和 2 月国内游戏版号分别获批 88 款及 87 款，腾讯、网易、三七互娱、心动公司、米哈游等产品均在列，或将印证 2023 年游戏版号发行常态化的市场预期，叠加重点公司过审游戏市场期待值较高，游戏板块热度有所提升。在稳增长、促消费、防沉迷的主旋律下，版号发行政策或将放松但仍保持总量控制的前提，对标 2019、2020 年水平，2016、2017 年上万款版号量级发行的可能性较小（2019-2022 国产游戏版号数量分别为 1570\1316\679\468 款；进口游戏版号获批数量分别为 180\97\76\44 款）。

图表 34. 2018 年 3 月-2023 年 1 月游戏版号发放情况

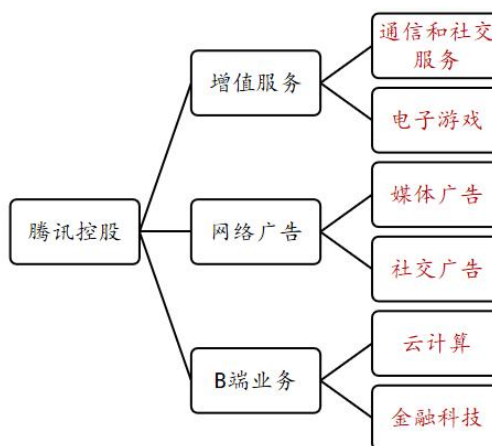


资料来源：国家新闻出版署，东亚前海证券研究所

### 3.2.1. 腾讯

**世界领先互联网科技公司，致力于用产品和服务提升生活质量。** 腾讯成立于 1998 年，总部位于中国深圳，并于 2004 年在香港联合交易所上市。公司主要涵盖三大类业务：增值服务，网络广告以及 B 端业务，其中增值服务主要包括通信和社交服务以及电子游戏。腾讯的通信和社交服务连接全球逾 10 亿人，以社交为媒介，构建起丰富的双边网络链接，增强用户黏性。并在 2003 年正式进军游戏业务，次年成立互动娱乐事业部（IEG）。2014 年面对激烈的产业链竞争，自研体系架构调整，积极求变，将原有的琳琅天上、天美艺游、卧龙、量子、光速、魔方、北极光和五彩石 8 个工作室拆分四大工作室群（天美工作室群、光子工作室群、魔方工作室群和北极光工作室群），分别负责不同款的具体产品并自负盈亏。

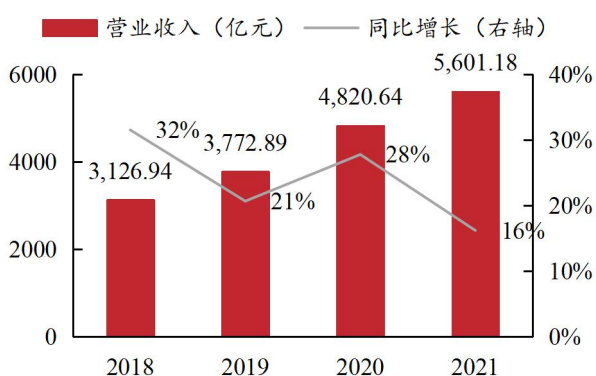
图表 35. 腾讯业务类型



资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所

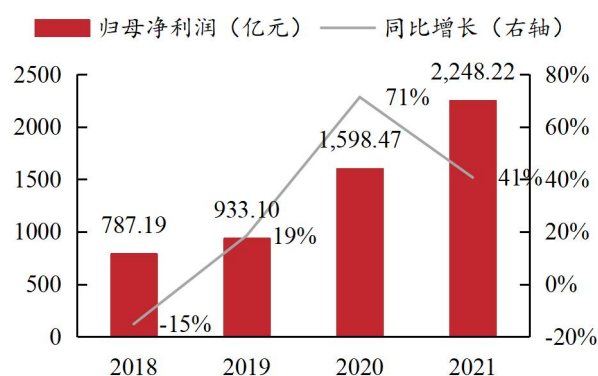
以社交平台的流量为基础，通过高效、开放的生态构建，成为其强大的商业化变现基石。腾讯通过其免费的社交 APP 微信和 QQ 吸引了大量的 C 端个人用户，构成双边网络效应，满足用户的通讯、社交、内容需求，再通过游戏、广告、TOB 金融业务、云服务、支付业务成功进行商业化变现。2018-2021 年腾讯的营业收入分别为 3126.94\3772.89\4820.64\ 5601.18 亿元，同比增长+32%\+21%\+28%\+16%，而归母净利润则分别为 787.19\933.10\1598.47\2248.22 亿元，同比增长-15%\+19%\+71%\+41%。

图表 36. 2018-2021 年腾讯控股营业收入



资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所

图表 37. 2018-2021 年腾讯控股归母净利润



资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所

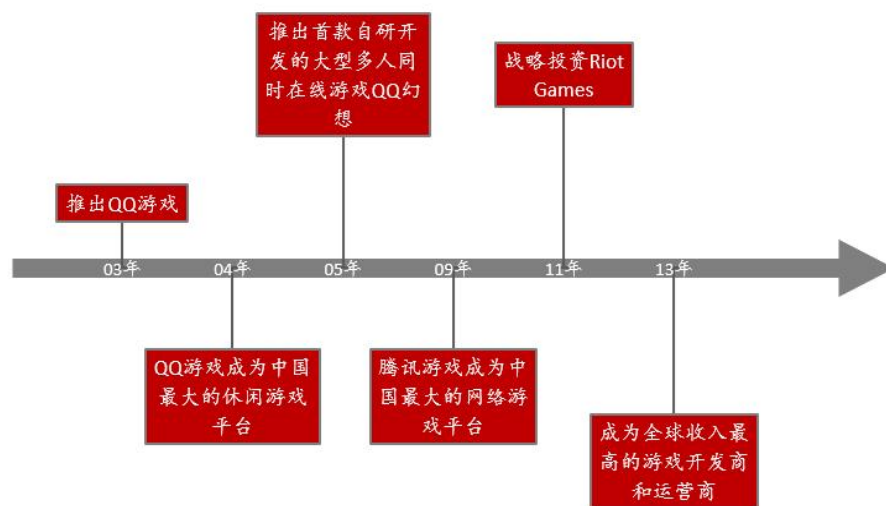
**2003 年起布局游戏事业，十年磨砺收入问鼎。**2003 年，腾讯推出了 QQ 游戏，并一举成为了中国最大的休闲游戏平台。在 QQ 游戏成功推出的加持下，腾讯加速布局游戏市场，于 2005 年推出首款自研开发的大型多人同时在线游戏（MMOG）QQ 幻想。之后，腾讯入驻游戏行业的决心和步伐更加坚定，投入大量的资源精力，于 09 年成为了国内最大的网络游戏平台。2011 年，腾讯进军更为广阔的竞技游戏领域，例如战略投资《英雄联盟》厂商 Riot Games，并于 2021 年完成 100% 收购。自 2003 年的首次游戏推出，经过十年的积累与发展，终于在 2013 年成为全球收入最高的游戏开发商和运营商。

**时至今日，腾讯已在游戏领域取得领军地位，海内外项目均取得亮眼成绩。**旗下全资工作室包括 Morefun, Timi, Riot Games 等；投资的外部工作室包括盛趣游戏等，并与 Nintendo 等游戏工作室取得伙伴关系。工作室为腾讯出品的多种类跨流域爆款游戏保驾护航，包括《王者荣耀》《英雄联盟》《维和精英》《部落冲突》《光与夜之恋》等，丰富的游戏品类吸引众多优质玩家。除此之外，腾讯在海外也表现颇优，公司扩大自有工作室的人才规模并收购和培养专业的流派领导工作室。对内将 IP 扩展到多种



类型体裁，并创造新的 IP；对外，与 IP 所有者合作，开发和运营受欢迎的游戏。且新出版电竞品牌 Level Infinite，旨在通过电子竞技培养玩家社区、投资于人才和全球性的 IP，海内外项目同频共振，多元游戏品类拓展玩家人群，为公司的游戏业务板块营收提供可观增量。

图表 38. 腾讯公司游戏业务发展梳理



资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

热门游戏《黎明觉醒：生机》上线有望带动流水增量。我们认为在2022年末以及今年年初版号松绑的环境下，腾讯游戏产品的生命周期以及流水变化情况也逐渐回归常态化，2月上线的《黎明觉醒：生机》开启产品的生命周期，同时叠加业内期待度较高的《无畏契约》《宝可梦大集结》《命运方舟》等产品均已拿到审批版号，新游戏营收增量可观。同时存量产品的玩家忠诚度较高，现有游戏也可持续贡献稳定收入。

图表 39. 腾讯 2023 年重点待发行的游戏产品（不完全统计）

游戏名称	类型	当前状态	TapTap 评分	预约量	是否获得版号
黎明觉醒：生机	开放世界	已开启预约	7.3	1713 万	是
金属对决	动作	已完成南美首发	8.3	33 万	是
地下城与勇士 M	格斗	已开启预约	2.5	148 万	是
Apex 英雄	FPS	海外测试开启	8.3	237 万	
传奇天下	3D MMORPG	已开启预约		115 万	是
大航海时代：海上霸主	SLG	已开启预约	7.8	24 万	
指尖领主	SLG	已开启测试	9	110 万	是
重生边缘	策略射击	已开启预约		100 万	
手工星球	沙盒	已开启测试	8.1	11 万	
乱世逐鹿：风起三国	卡牌	已开启测试	9.2	5 万	

资料来源：国家新闻出版署，腾讯游戏发布会，4399，3DMGAME，18183，九游，TapTap，游戏狗，港股研究社，游资网，玩咖游戏，K73 资源网，魔盟网，手游网，bilibili 游戏，18touch，东亚前海证券研究所



### 3.3. 海外市场

自研游戏出海力度较大，但近年来营收增速放缓。单看上半年营收，2015-2022 年营收分别为 17.6\25.3\39.9\46.3\55.67\75.89\84.68\89.89 亿元，同比变化+121%\+44%\+58%\+16%\+20%\+36%\+12%\+6%。中国自主研发游戏在海外的实际销售收入一直保持增长趋势，但增速有所放缓。我们认为可能是由于当地市场的合规性、游戏本地化、游戏合作与推广的选择因素，为国内的游戏厂商出海增加了阻力。中国企业出海力度较大，主要因国内前些年的版号发放受限，叠加海外市场空间较大。通常中小游戏企业以东南亚作为出海第一站，中东市场或成为新晋出海目的地。

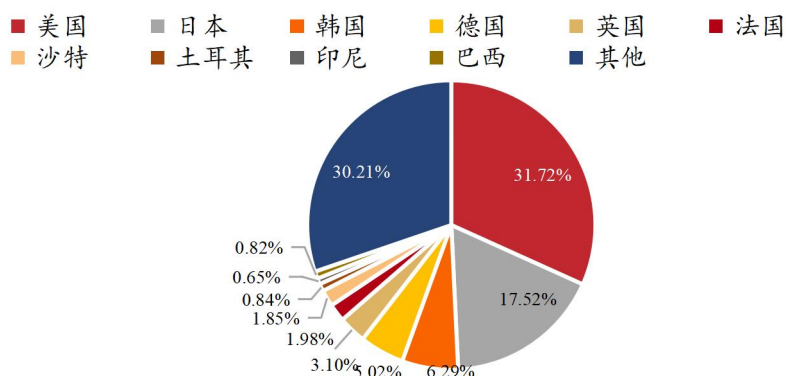
图表 40. 中国自主研发游戏海外市场实际销售收入



资料来源：中国游戏产业研究院，伽马数据，东亚前海证券研究所

美日韩为中国自研游戏厂商出海的老牌地区，但德国、英国有望成为新晋出海目的地。2022H1，中国自主研发移动游戏海外重点地区收入分布中，美国、日本、韩国三大海外市场合计贡献国产游戏出海收入的 55.53%。同时德国、英国等地区的收入占比与韩国的差距正逐步拉近。

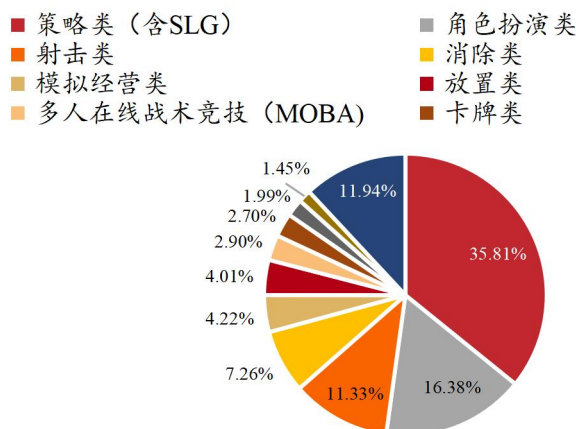
图表 41. 中国自主研发游戏海外重点地区占比



资料来源：中国游戏产业研究院，伽马数据，东亚前海证券研究所

出海游戏种类稳步扩张，各品类竞争力提升。策略、角色扮演、射击依然是主力类型，余下的市场份额中，每年均会诞生不同类型的爆款游戏。

图表 42. 中国自主研发游戏海外市场收入前 100 类型收入占比



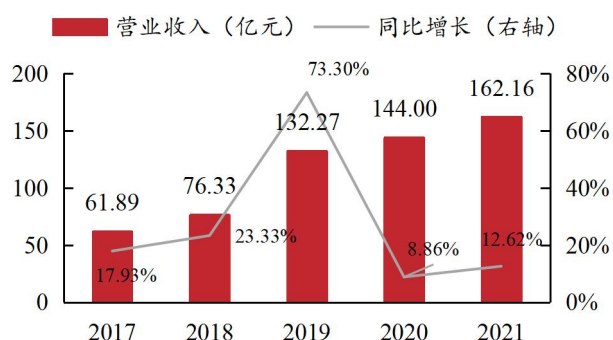
资料来源：中国游戏产业研究院，伽马数据，东亚前海证券研究所

### 3.3.1. 三七互娱

全球 TOP20 上市游戏企业，多点开花，研发+运营双轮驱动。三七互娱涵盖游戏和素质教育，同时积极布局元宇宙、影视、动漫、音乐、社交、泛文娱媒体、文化健康、新消费等领域。其主营业务包括手机游戏和网页游戏的研发、发行和运营。旗下设立游戏研发品牌三七游戏、游戏运营品牌 37 网游、37 手游、37GAMES，以及优质素质教育品牌妙小程。

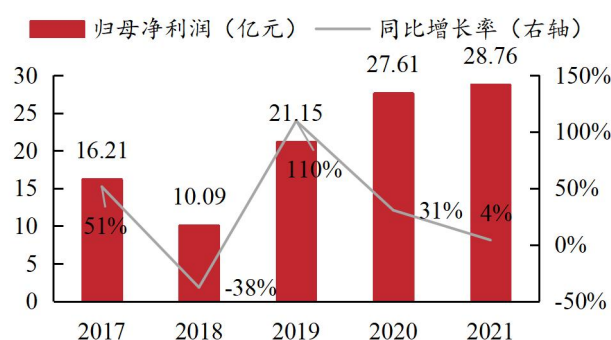
出海表现亮眼，海外业务 2022H1 同比增长亮眼。三七互娱 2022H1 国内收入超过 50 亿元，海外收入超过 30 亿元，海外收入同比增速达到 48.33%，增速远高于同期行业平均。2022 年 11 月 15 日，在知名第三方数据机构 data.ai 公布的“中国游戏厂商及应用出海收入榜”上，三七互娱首次登上榜首。据 SensorTower，三七互娱在 2022 年 9 月中国手游发行商全球收入榜中维持第四，仅次于腾讯、网易和米哈游。我们认为三七互娱经过多年来的海外市场调研及经验沉淀，其优势品类的运营实力和本土化能力已得到充分验证，同时调整出海竞争策略打法，从最初的“跟着产品走”，转变为“因地制宜”，根据不同市场的特点调整游戏运营策略。

图表 43. 2017-2021 年三七互娱营业收入



资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所

图表 44. 2017-2021 年三七互娱归母净利润



资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所

**游戏产品储备丰富，流水稳健。**三七互娱境外拳头产品《Puzzles & Survival》流水表现稳健，尽管在部分国家已经进入游戏生命周期中末期，但据 SensorTower 统计的 9 月中国出海手游收入排行榜中，该款游戏超越《PUBG MOBILE》荣获第二。同时公司产品中 MMORPG、卡牌、SLG、模拟经营类品类占优，均有 3-5 款热门爆款产品持续贡献稳定营收。

图表 45. 三七互娱多元品类及代表作

MMO	SLG	APRG	卡牌	模拟经营
永恒纪元	Puzzles&Survival	屠龙破晓	斗罗大陆：武魂觉醒	江山美人
大天使之剑 H5	Puzzles&Conquest	一刀传世	斗罗大陆：魂师对决	叫我大掌柜
精灵盛典	阿瓦隆之王	荣耀大天使	谜题大陆	一千克拉女王
斗罗大陆 H5				
云上城之歌				

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

## 4. 电影行业

### 4.1. 产业链梳理

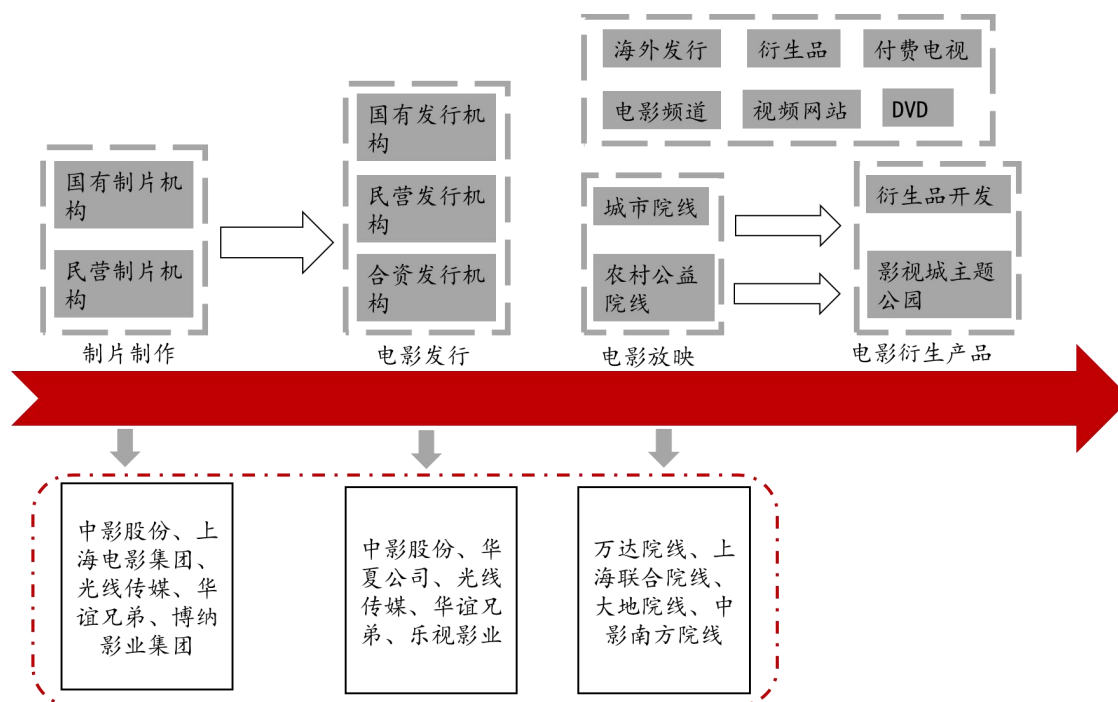
行业从国有垄断市场转向充分市场竞争，参与者百花齐放。当前中国电影行业的市场已由最初的国有企业垄断市场逐步发展为国有和民营企业充分参与竞争的多头格局，包括光线传媒、博纳影业、万达电影等在内的民营电影企业已发展壮大成为国内电影行业的重要力量。

**产业链整合趋势明显，上下游协同蓄力。**为了通过整合全产业链资源以强化盈利能力和对产业链各资源要素的控制能力，以此发挥各产业环节的协同效应、增强市场竞争力，国内电影行业中实力较强的企业纷纷开始全面介入上游的内容制作、中游的宣传发行、下游的院线影院终端放映和衍生品产业投资之中，使得整个电影产业链的整合趋势日益明显。

**马太效应凸显，小型电影公司加速出清。**随着文化体制改革的不断深

入和市场发展的不断革新，民营企业日益在整个中国电影行业中占据重要位置。但在整个中国电影产业布局中，规模较大、产业链完整、真正具有品牌效应的大型电影企业仍然屈指可数，大多数市场主体的生存和发展情况并不稳定，众多中小型电影公司仍需进一步发展壮大。

图表 46. 中国产业链的分布及主要参与者



资料来源：前瞻产业研究院，东亚前海证券研究所

**投资方、发行方、院线、影院均进行票房分账。**从电影的分账票房来看，每部电影上映后根据其总票房A首先要缴纳国家电影发展专项基金（总票房的5%）和特别营业税（总票房的3.3%），这两部分统称为不可分账票房A2，剩余票房为可分账票房A1。若A1大于6亿元，国产片和进口批片需要缴纳发行代理费，其费用为可分账票房减去6亿元的1-3%，而进口分账片则无需承担此项费用。之后剩余票房则根据投资方、制片方、发行方、院线、影院的约定以及行业传统惯例程度来划分，投资方与制片方通常事先约定营收比例，而发行方\院线\影院则根据影片类型有所不同，其中国产片划分比例为15%\7%\50%，进口批片比例为52%\18%\30%，进口分账片比例为17%\18%\30%。

图表 47. 中国院线电影各环节分账模式梳理

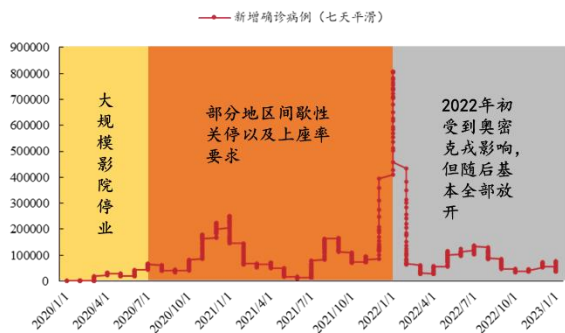
票房分账	整体票房数据A							
	可分账票房（净额A1）						不可分账票房（A2）	
	投资方	制片方	发行方	院线	影院	发行代理费（B1）	国家电影专项基金	特别营业税
国产片	和制片方按比例约定的	$(A1-B1)*28\%$	$(A1-B1)*15\%$	$(A1-B1)*7\%$	$(A1-B1)*50\%$	if $A1 > 6$ , $(A1-6)*1\% \sim 3\%$	$A*5\%$	$A*3.3\%$
进口批片		通过和外制片协商决定	$A1*52\%$ （中影，华夏）	$A1*18\%$	$A1*30\%$			
进口分账片		$A1*25\sim35\%$ （外制片方）	$A1*17\%$ （中影，华夏）	$A1*18\%$	$A1*30\%$	0		

资料来源：前瞻产业研究院，东亚前海证券研究所

## 4.2. 海外电影行业复盘

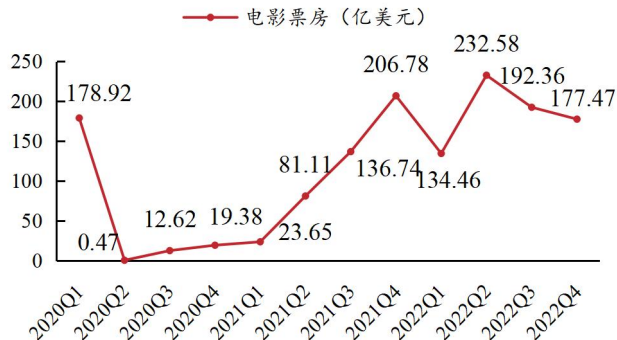
复盘海外疫情时间轴，电影票房营收与新增确诊人数呈现正相关。海外的疫情管控对影院营业情况影响可以分为三个阶段：①2020年3-4月疫情爆发期的集体停业；②2020年5月-2021年年中到年末的部分地区间歇性关停以及上座率要求；③2022年初开始进入完全放开状态，影院恢复正常经营。在2022年3月全面放开疫情管控，美国2022年全年票房为736.87亿元，回升至2019年的65%水平。

图表 48. 2020-2023 年美国新增确诊人数



资料来源：our world in data，东亚前海证券研究所

图表 49. 2020Q1-2022Q4 美国票房数据



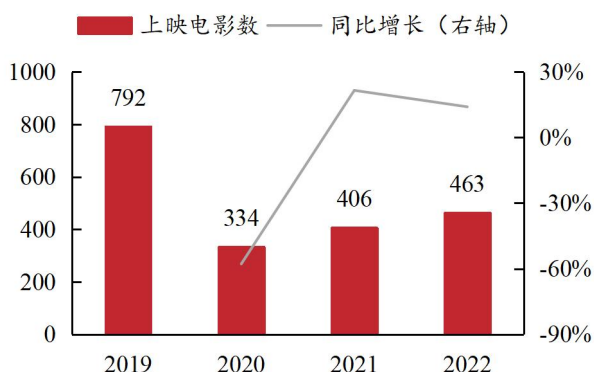
资料来源：box office mojo，东亚前海证券研究所

疫情期间拍摄周期显著拉长，创作效率有望在后疫情时代提速。疫情管控期间，电视剧及电影的拍摄周期被拉长，制作成本被提高，目前来看



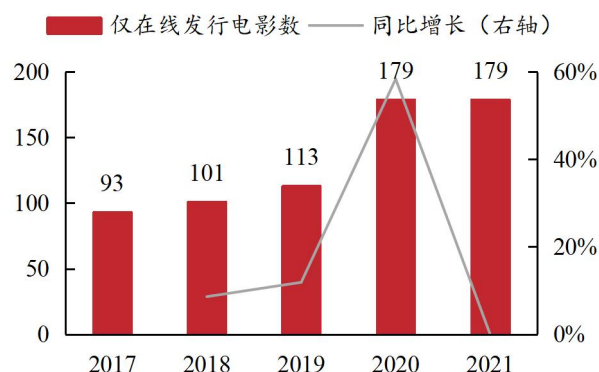
新冠影响力边际减弱，常态化的创作有望恢复，内容供给将会提速，经营效率也有望提升。

图表 50. 2019-2022 年美国上映电影数



资料来源：MPA，东亚前海证券研究所

图表 51. 2017-2021 年美国在线发行电影数



资料来源：Ampire，东亚前海证券研究所

对标美国和日本，头部影片上映，供给端拉动需求端回暖。参照较早放开的美国和日本影院的复苏节奏，居民观影习惯在经历 1-2 个季度感染高峰后基本能够得以重建，头部影片的上映仍然是拉动票房回升的关键因素。以日本为例，受《鬼灭之刃：无限列车》《名侦探柯南：绯色的子弹》《新世纪福音战士新剧场版：终》等本土影片的出色表现，日本本土电影票房数据受疫情影响较小，2021 年票房收入接近 2019 年同期。

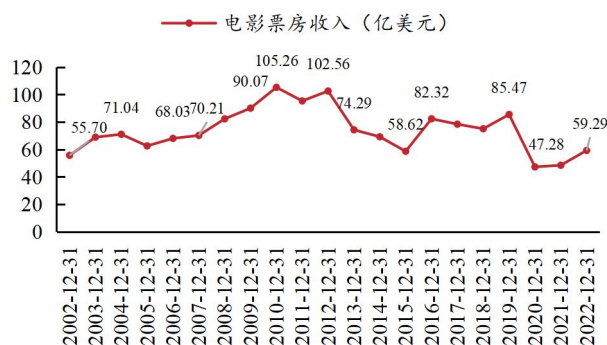
后疫情时代影院常态化营业或将打开相关公司的营收增量。我们认为中国的电影市场将经过 1-2 季度的疫情感染潮后，2023 年春节档迎来观影小高峰，且非票房营收预计逐步恢复到疫情前水平，该部分毛利较高，可显著抬高相关公司整体的毛利率。对比美国和日本，随着全球的电影恢复正常拍摄，优质的片源吸引更多的人进入影院观影，同时伴随疫情时代发展的线上观影渠道习惯的养成，影视行业或将充分受益于线上、线下双线营收的触底反弹。

图表 52. 2020-2023 年日本新增确诊人数



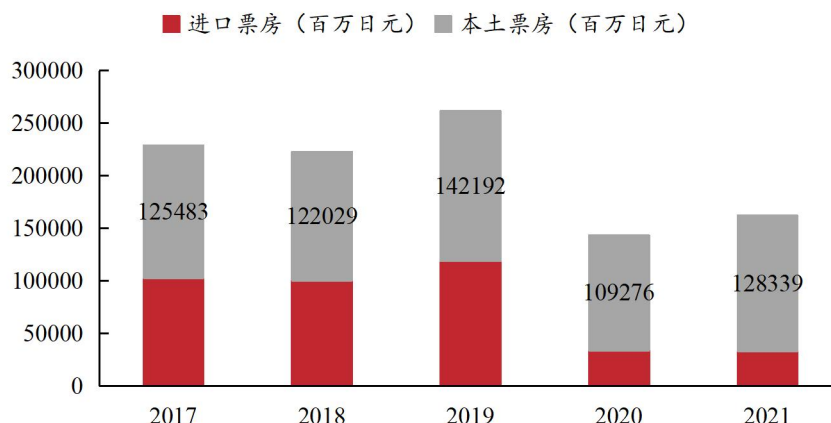
资料来源：our world in data，东亚前海证券研究所

图表 53. 2002-2022 年日本电影收入数据



资料来源：box office mojo，东亚前海证券研究所

图表 54. 2017-2021 年日本本土电影票房和进口电影票房

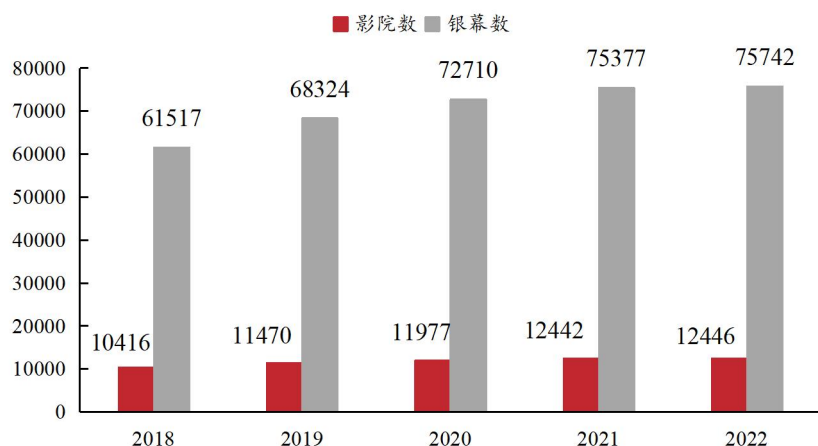


资料来源：日本电影制作人联合会，东亚前海证券研究所

### 4.3. 市场空间测算

据灯塔专业版数据显示，2018-2022 年中国的影院数和银幕数呈现正增长的趋势但增长有所放缓，影院数量分别为 10416\11470\11977\12442\12446 个，同比变动+10.12%\+4.42%\+3.88%\+0.03%，银幕数量分别为 61517\68324\72710\75377\75742，同比变动+11.07%\+6.42%\+3.67%\+0.48%。我们认为 1) 由于每个影院承载方圆 3 公里的观影人群，在一定区域内影院数量相对保持稳定，渗透率有所见顶。2) 疫情使线下出行受阻，较多影院采用开源节流的方式度过寒冬，扩张增速有所放缓。但伴随着新冠疫情管控的优化，影院重启扩张趋势，影院数量的增加将直接辐射社区观影人群，或将直接带来营收的增量。

图表 55. 2018-2022 年中国产生票房收入的影院数和银幕数



资料来源：灯塔研究院，东亚前海证券研究所

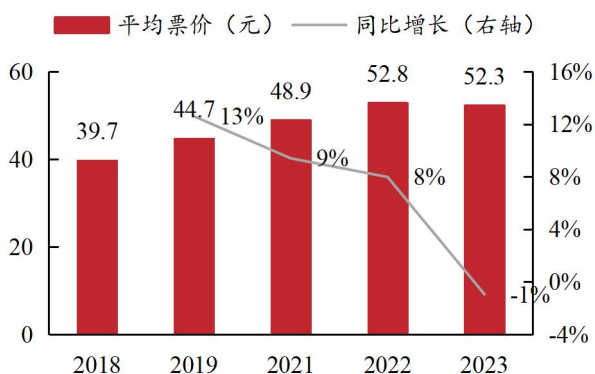


**2023 年预计全年票房达到 546 亿，恢复到 2019 年的 85.18%。**我们对 2023 年国内电影票房进行测算，结合过去全年的平均票价以及观影人次，以及 2023 年春节档的经营数据，预测全年大盘为 546 亿，票房达到 2019 年的平均票房水平 85.18%。

**平均票价：**根据灯塔专业版数据可知，2018-2023 年春节档的（剔除 2020 年）平均票价分别为 39.7\44.7\48.9\52.8\52.3 元，其中今年票价为 2018 年以来首次下降。我们认为随着疫情管控的进一步优化，影院观影的娱乐方式将会重启；为吸引这部分观众走进影院，培养影院观影习惯，院线多采用薄利多销的形式，助于降低观影群众的购票成本。而参照 2018-2022 年全年的平均票价 35.3/37/37/40.3/42.17 元，我们认为今年票价会略低于去年均值，中性假设下 2023 年人均票价为 42 元。

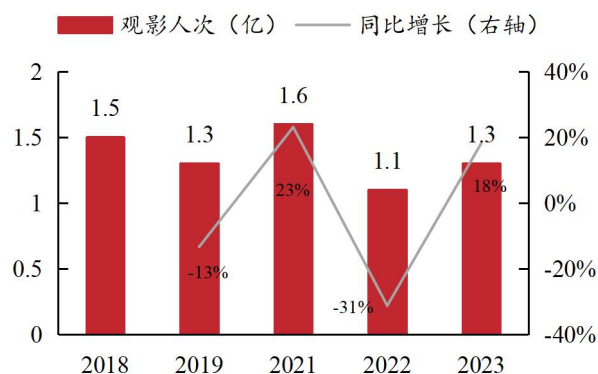
**观影人次：**据灯塔专业版，2018-2023 年（剔除 2020 年）平均春节档的累计观影人次分别为 1.5\1.3\1.6\1.1\1.3 亿，2023 年春节档同比+18%，观影人数有所回暖。其中《满江红》《流浪地球 2》强势领跑，春节档呈现出“两超多强”的竞争格局。2023 年春节档为防疫政策优化后首个重要档期，由今年春节档的电影票房可知，观众对于优质电影的需求仍然持续存在，优质内容带动影院观影的需求。而 2018-2022 年（剔除 2020 年）全年的观影人次分别为 17.16\17.3\11.67\7.12 亿，分别为同期春节档的 11\13\7\6 倍，平均值为 9.6 倍。由于前期影院上映受阻，优质内容储备充足，且观众的观影热情及观影能力已经由今年春节档的数据所印证，所以中性假设下我们略微上调全年观影人次与春节档的比值，预测 2023 年全国观影人次为春节档的 10 倍，即 13 亿人次观影，结合 42 元人均票价的前提假设，我们预计 2023 年全年票房收入为 546 亿元，预计恢复到 2019 年的 85.18%。

图表 56. 2018-2023 年春节档平均票价情况



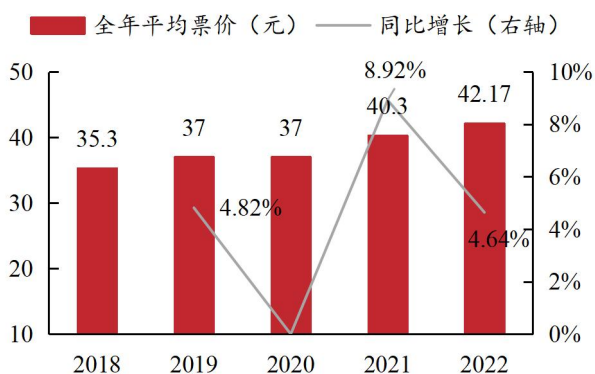
资料来源：国家电影局，灯塔专业版，东亚前海证券研究所

图表 57. 2018-2023 年春节档观影人次情况



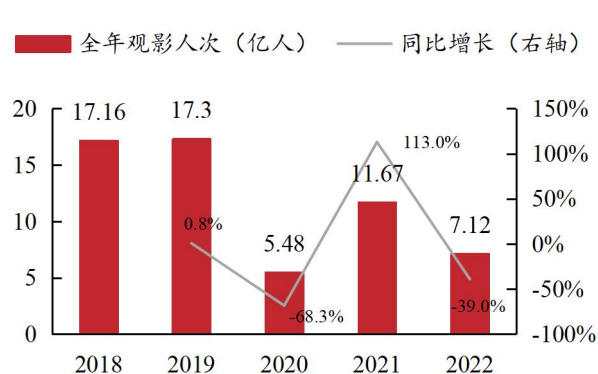
资料来源：国家电影局，灯塔专业版，东亚前海证券研究所

图表 58. 2018-2022 年全年平均票价情况



资料来源：灯塔专业版，东亚前海证券研究所

图表 59. 2018-2022 年全年观影人次情况



资料来源：国家电影局，灯塔专业版，东亚前海证券研究所

## 4.4. 重点关注公司

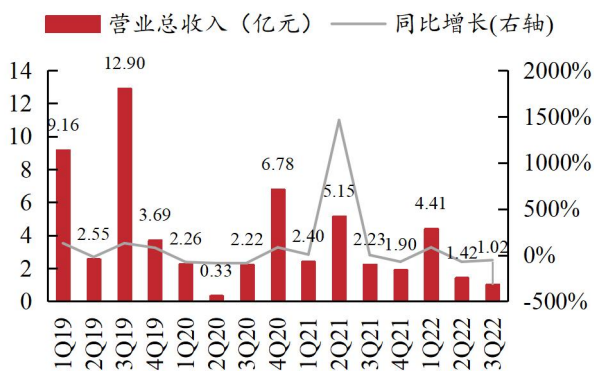
### 4.4.1. 光线传媒

**坚持横向内容覆盖与纵向产业链深耕。**光线传媒成立于 1998 年，并于 2011 年在深交所正式挂牌上市，光线传媒是继华谊兄弟、华策影视之后第三家在内地上市的影视公司。公司以影视项目投资、制作、发行为主营业务，以内容为核心、以影视为驱动，从横向的内容覆盖和纵向的产业链两个方面进行布局，目前已经是影视行业的龙头企业。

**行业地位稳固，头部影片点燃观影热情。**疫情的不断反复对国内电影市场造成了极大的打击，行业持续受到疫情的严重影响。光线传媒 2022Q1\Q2\Q3 营收分别为 4.41\1.42\1.02 亿元，公司业务稳步推进的情况下营收利润仍位于行业顶端，但疫情使得公司业绩明显承压，营收数据较 2019 年和 2020 年明显下滑。营收结构上，光线传媒营收共四大板块：电影衍生品、电视剧、视频直播、游戏及其他。其中，电影及衍生品占营收比重最大，2019 年尤为明显，占据当年营收的 89.48%，这主要得益于《哪吒之魔

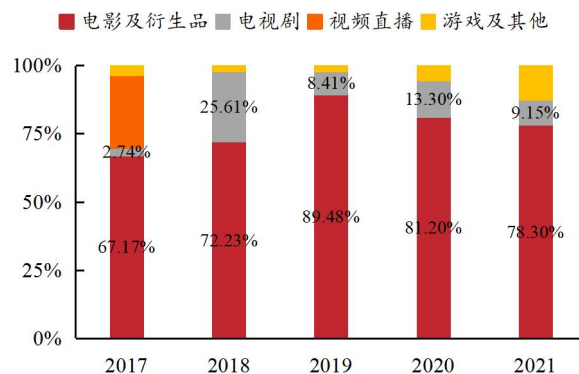
《童降世》《疯狂的外星人》等优秀作品使得光线传媒 2019 年营收规模达到新高。而此后疫情防控不断加码，多部院线电影紧急撤档，行业在 2020 年与 2021 年迎来寒冬期。

图表 60. 2019Q1-2022Q3 光线传媒营收及增速



资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所

图表 61. 2017-2021 年光线传媒营收结构



资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所

**产业投资不断加码，猫眼+动漫持续发力。**公司不断加码产业投资，现已完成动画电影全产业链布局。公司旗下全资子公司彩条屋影业推出动漫 APP“一本漫画”，丰富其 IP 储备。入股猫眼，在“科技+全文娱”服务上持续发力，宣发优势明显。并且猫眼娱乐在 2023 年 2 月 15 日的公告中发布与腾讯签订推广框架协议，提供流量支持以及配套技术支持；与美团重续战略合作框架协议，在美团首页导航给予曝光并在支付及结算、基础设施服务等多个领域合作。随着上中下游产业持续投资，公司有望拓宽 IP 储备与宣发的护城河，竞争优势有望持续扩大。

**以影视为核心根基，以影片口碑为发力点，优质项目助力业绩反弹。**影视业务板块是光线传媒的核心竞争力所在，也是扩展并拉动其他业务板块的核心驱动力所在，影视板块近年来在光线传媒营收中占据 90% 以上的比例。2022H1，公司上映了《狙击手》《十年一品温如言》《我是真的讨厌异地恋》《狼群》等影片，其中，《狙击手》口碑持续领跑春节档，票房持续逆袭，口碑长线效应持续发酵，取得了超过 6 亿元的票房成绩，《十年一品温如言》上映首日即取得 1.46 亿元的票房成绩，破 2 月 14 日情人节档新片首日票房纪录。

**2023 年春节档印证观影热情，后续优质影片储备有望推动业绩增长。**目前，《深海》作为公司主投发行的电影项目于春节档上映，业绩有望通过其获得恢复反弹。根据猫眼专业版数据，截至 2 月 15 日，累计票房为 7.87 亿，分账票房为 7.19 亿，观影总人次为 1.66 亿，预测内地总票房为 8.48 亿。待上映储备项目中，《坚如磐石》《扫黑·拨云见日》《我经过风暴》等

影片处于制作中。公司已储备及正在推进的项目类型丰富、题材多样、数量充足，预计这些优质项目将有望助推业绩复苏。

图表 62. 光线传媒已上映影片及待映排片情况

2022 年已上映电影表现				
电影名称	上映时间	合作方式	主要演职人员	票房（亿元）
狙击手	2022 年 2 月 1 日	主投+发行	导演：张艺谋	6.01
十年一品温如言	2022 年 2 月 14 日	主投+发行	导演：赵非	1.67
我是真的讨厌异地恋	2022 年 4 月 29 日	主投+发行	导演：吴洋、周男燊	1.65
冲出地球	2022 年 7 月 16 日	主投+发行	导演：胡一泊	0.1
我们的样子像极了爱情	2022 年 8 月 4 日	主投+发行	监制：刘同；导演：王梓骏	0.16
狼群 (原名我的佣兵生涯)	2022 年 9 月 9 日	参投+发行	导演：蒋丛； 主演：张晋、李治廷、蒋璐霞	0.29
2023 年春节档上映电影				
电影名称	上映时间	合作方式	主要演职人员	
深海	2023 年 1 月 22 日	主投+发行	导演：田晓鹏	
中国乒乓之绝地反击	2023 年 2 月 17 日	参投	导演：俞白眉、邓超；主演：邓超等	
交换人生	2023 年 1 月 22 日	参投	导演：苏伦	
待映电影项目				
电影名称	预计上映时间	合作方式	主要演职人员	
新秩序	待定	参投	导演：马浴珂； 主演：张家辉、阮经天、王大陆	
茶啊二中	待定	主投+发行	导演：夏铭泽、闫凯	
大雨	待定	参投+发行	导演：不思凡	
透明侠侣	待定	主投+发行	导演：章迪沙；主演：史策、王皓	
扫黑·拨云见日	待定	主投+发行	导演：五百； 主演：肖央、余皑磊、范丞丞、李诚儒等	
坚如磐石	待定	主投+发行	导演：张艺谋； 主演：雷佳音、张国立、于和伟、周冬雨	
我经过风暴	待定	参投+发行	导演：秦海燕；主演：佟丽娅、吴煜翰	
墨多多谜境冒险	待定	主投+发行	导演：王竞	
至于苦难和阳光之间 (原名会飞的蚂蚁)	待定	主投+发行	主演：章宇	

资料来源：猫眼专业版 APP，东亚前海证券研究所

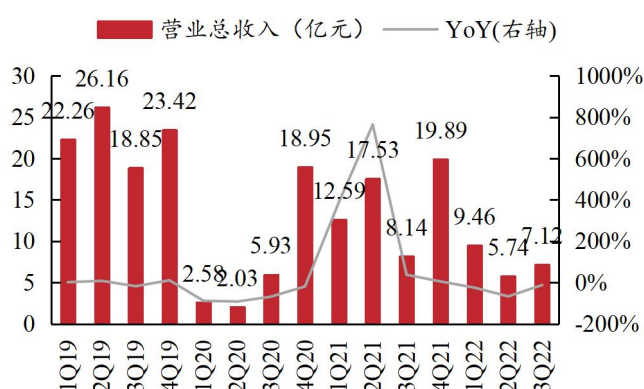
#### 4.4.2. 中国电影

国资背景，进口影片龙头企业。中国电影集团公司于 1999 年 2 月创立，于 2010 年 12 月成立中国电影股份有限公司，2016 年 8 月在上交所上市。中国电影由原中国电影公司、北京电影制片厂、中国儿童电影制片厂、中国电影合作制片公司、中国电影器材公司、电影频道节目中心、北京电影

洗印录像技术厂、华韵影视光盘有限责任公司等8家单位组成。公司是中影集团旗下的重要影视资产，拥有完整的电影行业产业链。

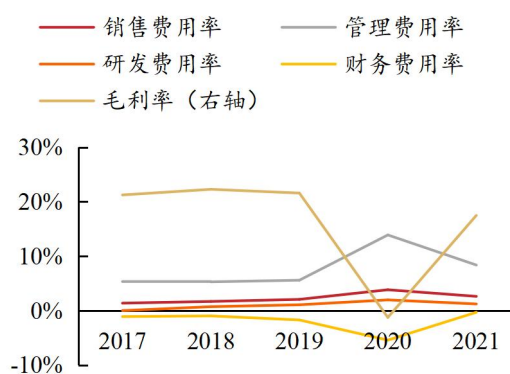
**营收稳健，费用长期处于正常水平。**中国电影作为电影行业领头羊，其营业收入与行业的兴起浮沉呈现较强关联性，在2019年影视产业较为蓬勃的时期，中国电影在四个季度营收分别为22.26\26.16\18.85\23.42亿元达到顶峰，但受2020年疫情影响收入有所下滑，并于2021年开始逐步恢复。2022年上半年，疫情防控形势依然严峻复杂情况下，受产业上下游行业的经济负荷，且硬性开支相对固定，因此2022H1公司的经营状况有所下降。2022Q3，营收情况小有回升但依旧不容乐观。费用方面，企业各费用率长期处于合理水平，企业经营稳健得当，毛利率在2017-2019年正常经营年份数值持续稳定在21%-23%之间，2020年疫情重创行业，毛利率水平下滑至-1.25%，目前企业正在攀升恢复过程中，2021年毛利率为17.49%。

图表 63. 2019Q1-2022Q3 中国电影营收及增速



资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所

图表 64. 2017-2021 年中国电影各项费用率与毛利率

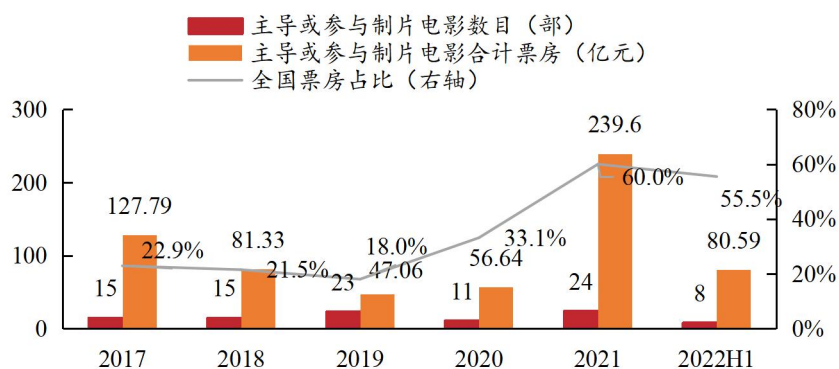


资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所

**发行业务为第一大主营业务，贡献营收及利润。**2017-2022年H1，公司分别主导或参与制片国产影片15\15\23\11\24\8部，合计分别实现票房127.79\81.33\47.06\56.64\239.6\80.59亿元，占全国国产影片票房比重分别为22.9%\21.5%\18.0%\33.1%\60.0%\55.5%；公司分别主导或参与发行国产影片410\451\564\317\619\222部，合计分别实现票房119.48\131.55\130.34\75.57\285.57\93.56亿元，占全国国产影片票房比重分别为43.9%\40.2%\34.2%\48.3%\78.6%\70.2%；发行进口影片109\124\133\83\92\35部，合计分别实现票房150.32\125.04\122.27\17.38\43.39\14.21亿元，占全国进口影片票房比重分别为62.54%\58.65%\57.51%\58.75%\66.46%\60.43%。

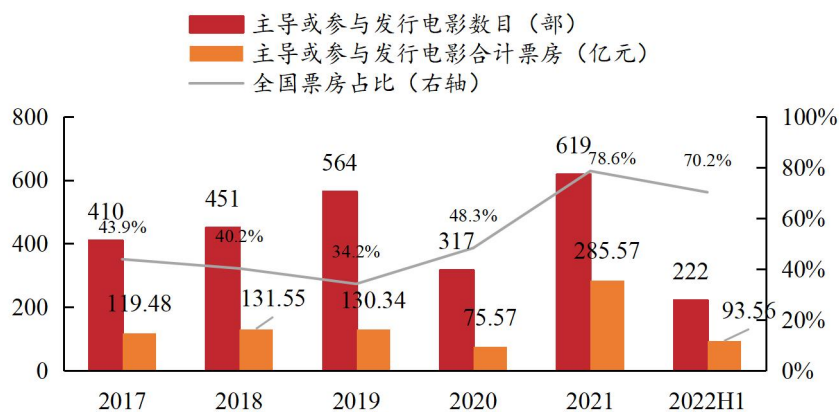


图表 65. 2017-2022H1 年中国电影主导或参与制片电影



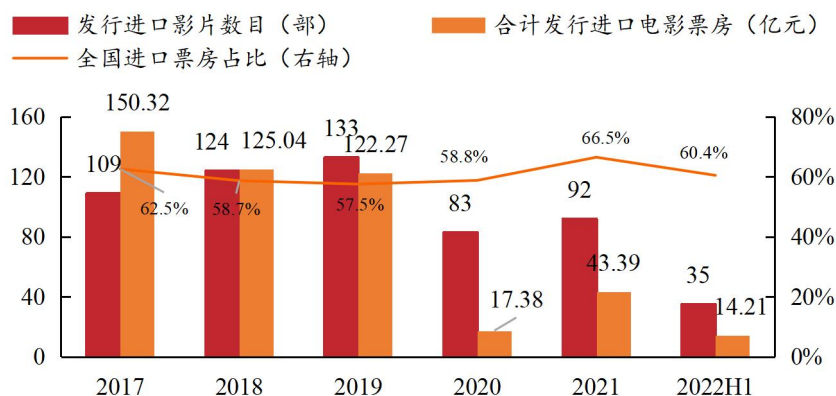
资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所

图表 66. 2017-2022H1 年中国电影主导或参与发行电影



资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所

图表 67. 2017-2022H1 年中国电影发行进口影片



资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所



**优质电影持续输出，市场增长有望恢复。**据公司最新的官网公告 2022 年第三季度业绩报告显示，在 2022 年前三季度中，由中国电影集团主导或参加出品制作并投入市场的 13 部电影，总计实现 127.12 亿元票房，在同期国产电影中占据了 56.81% 的票房份额。其中，《长津湖之水门桥》《奇迹·笨小孩》一举夺得 2022 年春节档票房冠军和季军电影，《独行月球》在 2022 暑期档首映并成为该档期票房冠军，《万里归途》凭借讲述中国外交人员撤离海外的故事经历收获 15.93 亿元的总票房收入荣登国庆档票房冠军。2023 年春节档期间，中国电影集团参与出品或联合出品的《无名》《满江红》《流浪地球 2》取得较好票房成绩，其中《满江红》和《流浪地球 2》分别为 2023 年春节档票房冠、亚军。未来，公司将继续以高质量电影为目标，围绕重点题材加强开发创作，加大主流影片的投入力度，目前企业储备电影项目包括喜剧动作电影《龙马精神》、街舞题材电影《热烈》、科幻题材电影《宇宙探索编辑部》等，业绩有望在优质项目推动以及观影需求回暖下恢复至疫情前水平。

图表 68. 中国电影已上映影片及待映排片情况

2022 年已上映电影表现（前五名）			
电影名称	上映时间	类型	票房（亿元）
长津湖之水门桥	2022 年 2 月 1 日	剧情/战争/历史	40.67
独行月球	2022 年 7 月 29 日	喜剧/科幻	31.03
这个杀手不太冷静	2022 年 2 月 1 日	喜剧片	26.27
人生大事	2022 年 6 月 24 日	剧情/家庭	17.12
万里归途	2022 年 9 月 30 日	剧情/战争	15.93
春节档上映电影			
电影名称	上映时间	类型	
无名	2023 年 1 月 22 日	谍战/悬疑/动作/剧情	
中国乒乓之绝地反击	2023 年 2 月 17 日	剧情/运动	
流浪地球 2	2023 年 1 月 22 日	科幻/冒险/灾难	
满江红	2023 年 1 月 22 日	悬疑/喜剧/剧情	
待映电影项目			
电影名称	预计上映时间	类型	主要演职人员
保你平安	待定	剧情/喜剧	导演：大鹏；主演：大鹏、李雪琴
热烈	待定	剧情	导演：大鹏；主演：黄渤、王一博
超能一家人	待定	喜剧/奇幻/动作	导演：宋阳；主演：艾伦、沈腾
龙马精神	待定	喜剧/动作/剧情	导演：杨子； 主演：成龙、刘浩存、郭麒麟
宇宙探索编辑部	待定	科幻、喜剧	导演：孔大山
无价之宝	待定	剧情/家庭	导演：张大鹏；主演：张译
人生路不熟	待定	喜剧/剧情	导演：易小星； 主演：乔杉、范丞丞、马丽
不能流泪的悲伤	待定	爱情	导演：唐家辉

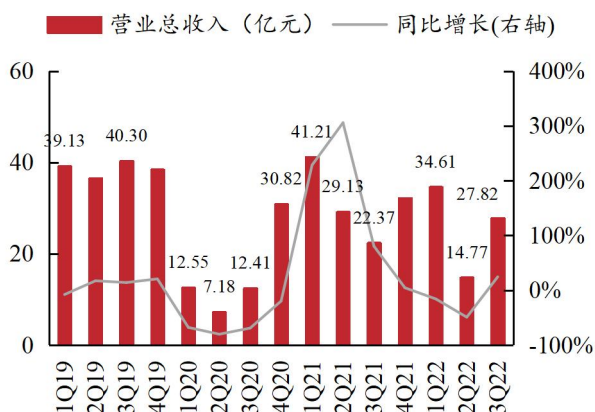
资料来源：猫眼专业版 APP，东亚前海证券研究所

#### 4.4.3. 万达电影

隶属于万达集团，目前作为国内领先的影院投资及运营商，万达电影股份有限公司于2005年正式创立，并于2015年上市，成为中国院线第一股。在万达影视公司持续发展的今天，公司通过打造电影终端，提供连锁服务品牌的最终定位愈发清晰。“一切以观众的观影价值和观影体验为核心”是万达院线连锁经营服务的核心理念，“连锁经营能力、创新营销能力、服务品牌能力”三大基本要素充分彰显了万达影业的核心竞争力。

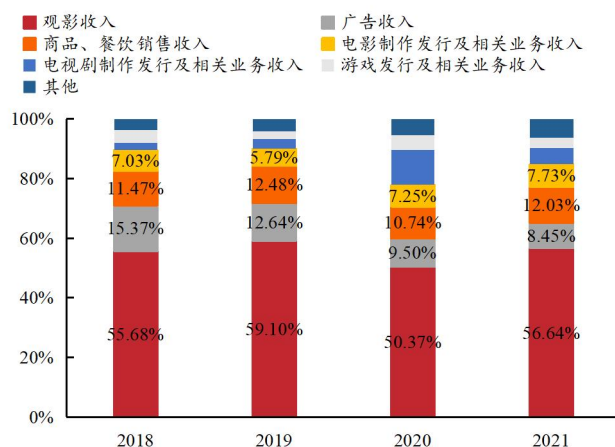
**营收稳定且仍具备一定成长空间，观影收入随行业起伏。**公司在经历2020年疫情后营收恢复迅速，与疫情前水平差距不大，2022Q3实现营业收入27.82亿元，同比增长24.34%，且从日前疫情开放后的观影热情与春节档的空前盛况来看，未来万达电影在2023年的营收仍具备一定的成长能力，能够带动企业向上发展。营收结构上，公司持续开拓多元化的商业运作方式，出售品业务围绕热映影片、国潮等IP，其销售领域不断推出衍生产品，预计在未来发展多样化影视需求下，业绩有望多点开花。

图表 69. 2019Q1-2022Q3 万达电影营收及增速



资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所

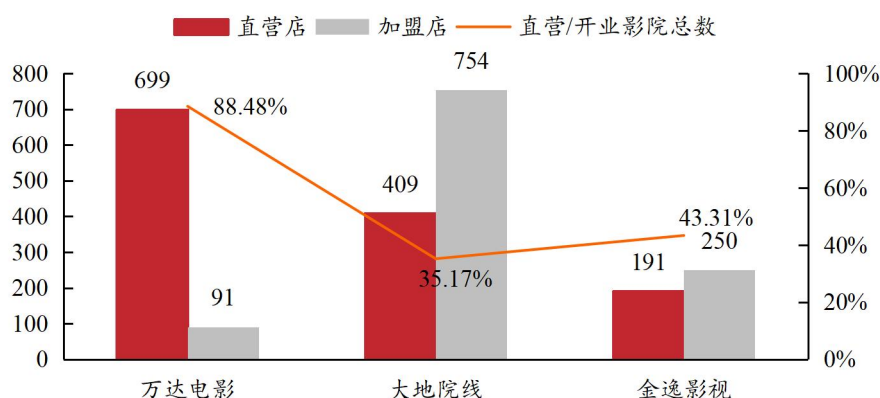
图表 70. 2017-2021 年万达电影营收结构



资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所

**重直营商业资产模式，助力业绩释放。**通过企业年报与官网数据得知，截至2021年12月31日，万达电影\大地院线\金逸影视的直营店数量分别为699\409\191家，直营店与开业影院总数比例分别为88.48%\35.17%\43.31%。无论是从直营店数量方面抑或是直营店占比方面，万达电影呈现出重直营商业资产模式，电影公司与旗下绝大多数影院大都为纯资产联结关系，采取直营连锁方式进行经营活动，并兼顾部分特许经营影城。我们认为伴随疫情好转以及防疫政策优化后，直营店的模式将成为企业营收的主力军，相较于加盟模式释放的弹性更大，助力万达电影企业业绩释放。

图表 71. 三大院线企业直营店与加盟店数量及直营店比重（截至 2021 年 12 月 31 日）



资料来源：公司年报，公司官网，东亚前海证券研究所

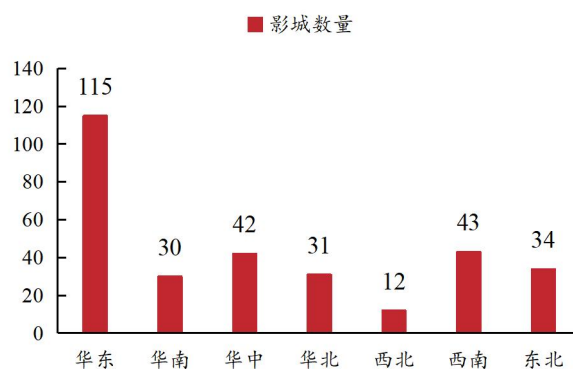
**兼顾风险与收益合理进行地段选址，市场拓展稳扎稳打。**结合万达影城的全国分布图，我们可以发现万达电影目前影城选址方面依旧保持谨慎，在保持万达广场影院稳步增加的情况下，其影城分布主要集中在经济发达的一二线城市，整体影城分布偏向东南沿海地区，各区域中华东区域（上海、山东、浙江、江苏、安徽地区）万达影城数量最多，达到 115 座。据官网数据，公司着重在重庆、上海、北京、天津四大直辖市进行布局，影城数量分别为 14\10\6\4 座，远超过其他省市的数量，我们认为公司积极拓展优势区域的点位，锁定观影优质人群。另外，万达近年来的荧幕数也小幅增长，通过合理扩张、优化点位位置等精细化运营，截至 2022H1，万达电影的国内银幕数已经达到 6829 张，澳洲线境外银幕数达到 493 张，IMAX 银幕数为 381 张，拥有杜比影院 46 座。我们认为公司在外部环境不佳的情况下通过精细化运营、合理化市场拓展与标准化设备投入为疫后扩张打下坚实基础。

图表 72. 2022 年万达影城全国分布



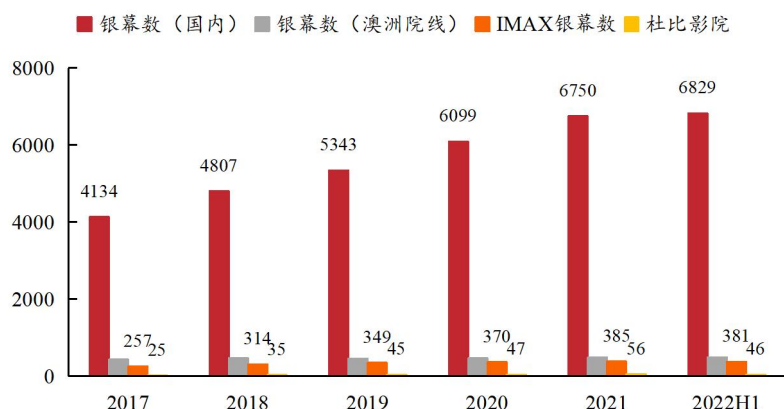
资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

图表 73. 2022 年万达电影各地区影城分布数量



资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

图表 74. 2017-2022H1 万达电影银幕数

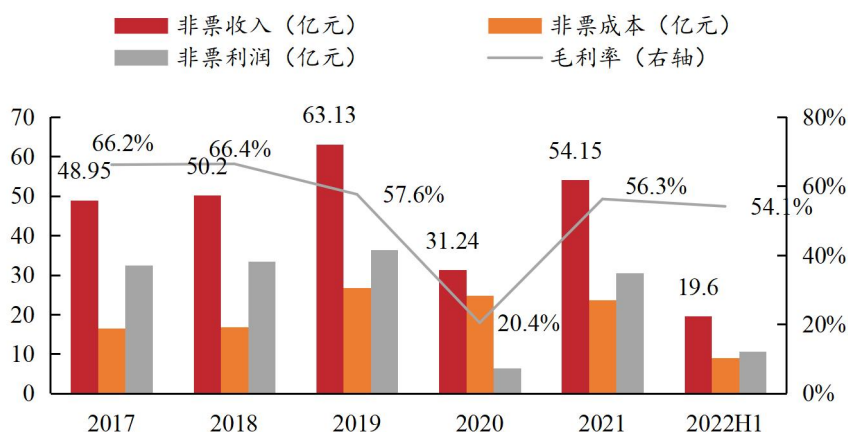


资料来源：公司年报，公司官网，东亚前海证券研究所

**非票收入疫后修复弹性超过票房收入，利润增长拉动企业整体营收。**

2019 年的新冠疫情对电影行业票房产生了不可预估的损失，同时也是对影迷观众观影期待与热情的沉重打击，而非票业务打击更甚，例如卖品业务，主要观影时的餐饮类产品与影片角色、剧情、道具相关的主题类衍生品；广告业务，在电影正片前搭载的商业屏幕广告以及在实体影院相关媒介上播放、陈列的产品广告；发行业务，通过投资制作电影，获取电影票房收入和衍生收入业务，或者通过向电视台、新媒体平台出售电视剧版权，获取版权销售收入和发行收入业务，实景娱乐项目业务以及创新业务。非票业务具有非常高的毛利率，为企业重要的营收来源，在疫情之前的 2017-2019 年，非票业务收入分别为 48.95\50.2\63.13 亿元，毛利率分别为 66.19%\66.43%\57.61%，非票业务的高额盈利使得企业多年来屹立于行业龙头，虽受 2020 年疫情影响非票业务重创，毛利率降至 20.42%，但伴随两年疫情常态化以及公司的精细化管理，2021\2022H1 的非票业务毛利率分别恢复至 56.25%\54.13%，预计未来将伴随观影习惯的恢复逐步恢复至疫情前水平，凭借非票业务的营收与利润增量，一定程度上增厚公司盈利。

图表 75. 2017-2022H1 万达电影非票业务营收、成本与毛利率情况



资料来源：公司年报，公司官网，东亚前海证券研究所

**市场政策双重推动下，电影板块业绩有望攀升。**受疫情冲击，市场底层电影企业出清，因此处于头部的万达电影市场占有率再一步上升，同时，疫情放开政策下群众观影热情的恢复以及产业链端经过韬光养晦后的持续输出，使公司的护城河进一步拓宽。电影板块，在过去的 2022 年中，万达主投主控的电影《没有一个春天不会来临》《海底小纵队 2：洞穴大冒险》《外太空的莫扎特》《哥，你好》先后上映，在暑期档与国庆档的拉动下电影市场板块有所恢复，《人生大事》和《万里归途》市场表现较好，分别获得 17.12 亿元与 15.93 亿元票房。2023 年春节档方面，《熊出没·伴我“熊芯”》《流浪地球 2》两部参与出品的影片获得票房口碑双丰收，公司业绩明显回升。在电影储备方面，目前待映项目包括《想见你》《维和防暴队》《寻她》《申纪兰》《宇宙探索编辑部》等，《倒数说爱你》《寻龙诀 2》《我才不要和你做朋友呢》等影片处于正在拍摄或计划开机的阶段，我们认为公司在储备影片的丰富多元性有望助力 2023 年的业绩反弹。



图表 76. 万达电影电影已上映影片及待映排片情况

2022 年已上映电影表现			
电影名称	上映时间	类型	票房 (亿元)
万里归途	2022 年 9 月 30 日	剧情/战争	15.93
钢铁意志	2022 年 9 月 30 日	历史	1.03
人生大事	2022 年 6 月 24 日	剧情/家庭	17.12
熊出没·重返地球	2022 年 2 月 1 日	动画/剧情/科幻	9.77
奇迹·笨小孩	2022 年 2 月 1 日	剧情	13.79
你是我的春天	2022 年 7 月 1 日	剧情	0.31
海底小纵队：洞穴大冒险	2022 年 7 月 9 日	冒险/喜剧/动画	0.78
外太空的莫扎特	2022 年 7 月 15 日	奇幻/喜剧/家庭	2.23
哥，你好	2022 年 9 月 9 日	喜剧/剧情	5.47
新大头儿子和小头爸爸	2022 年 10 月 1 日	喜剧/动画/冒险	0.83
想见你	2022 年 12 月 24 日	爱情/悬疑/奇幻	4
春节档上映电影			
电影名称	上映时间	类型	
熊出没·伴我“熊芯”	2023 年 1 月 22 日	动画/剧情/科幻	
流浪地球 2	2023 年 1 月 22 日	科幻/冒险/灾难	
待映电影项目			
电影名称	预计上映时间	类型	主要演职人员
维和防暴队	待定	动作/剧情	导演：李达超； 主演：黄景瑜、王一博、钟楚曦
宇宙探索编辑部	待定	科幻、喜剧	导演：孔大山
我才不要和你做朋友呢	待定	剧情	导演：何念
倒数说爱你	待定	爱情/奇幻	导演：林孝谦； 主演：陈飞宇、周也
寻她	待定	剧情	导演：陈仕忠； 主演：舒淇、白客
无价之宝	待定	剧情/家庭	导演：张大鹏；主演：张译
寻龙诀 2	待定	冒险	导演：田里；编剧：汪启楠

资料来源：猫眼专业版 APP，东亚前海证券研究所

#### 4.4.4. 猫眼娱乐

在线票务龙头地位稳固，业绩受疫情扰动。猫眼娱乐前身为美团网于 2012 年成立的娱乐部门，主营业务为在线电影票务业务。公司为中国影视娱乐行业的创新型网络赋能服务提供了领先平台，主营业务分为在线娱乐票务服务、娱乐内容服务、娱乐电商服务、广告服务及其他。2015-2022H1，猫眼娱乐实现营收 5.97\13.78\25.48\37.55\42.68\13.66\33.23\11.91 亿元，尽管受外部因素影响营收自 2022 年有所下滑，但公司依旧保持盈利，彰显出公司的业绩韧性。

在线娱乐票务服务占据收入的半壁江山，为猫眼娱乐的基本盘。2017-2021 年在线娱乐票务服务的营收分别为 14.9\22.8\23.0\7.6\17.1 亿元，

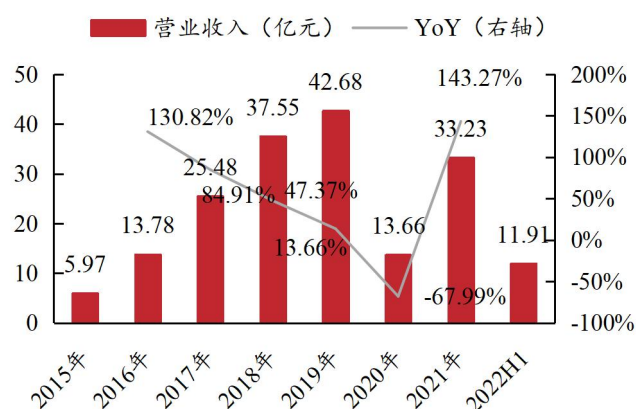


营收占比分别为 58.5%\60.7%\54.0%\55.4%\51.6%，该项业务主要包括在线电影票务以及现场娱乐票务服务，前者的商业模式主要是猫眼娱乐提供电商平台，签约电影院通过该平台向用户售票，此项业务的客户为影院，猫眼向影院收取佣金及额外的服务费（例如票据的退换服务等）；后者业务模式则为剧院等场所的客户提供娱乐票务服务的平台，如演唱会、现场演出、展览、体育活动等。猫眼娱乐为活动发起人提供便捷、稳定的票务系统及管理，并收取相应佣金。我们认为猫眼娱乐将不断加强平台的管理水平，通过完善网络票务运营体系、增加入驻企业与合作方、精细化管理和运营等方式，合理控制票务运营成本和费用，提升服务质量，保持行业领先地位。

**娱乐内容服务贡献三成营收，2021 年业务增量显著。**2017-2021 年娱乐内容服务的营收分别为 8.6\10.7\14.0\3.5\13.6 亿元,营收占比分别为 33.4%\28.5%\32.7%\25.9%\40.8%，该项业务主要是指企业运营综合平台，为各种娱乐形式(包括电影、娱乐活动、电视剧、网剧、网络电影、综艺等)提供包括宣发、制作在内的娱乐内容服务。

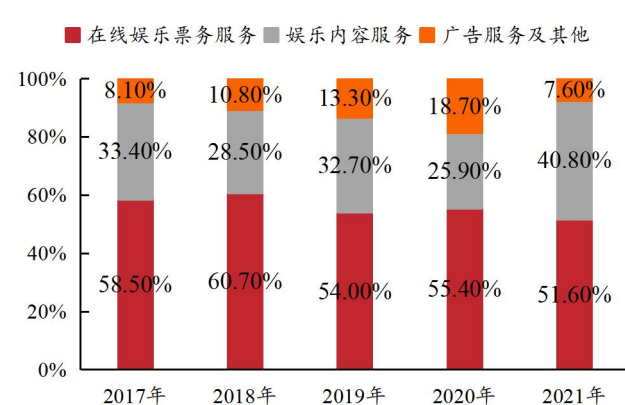
**广告业务链接公司平台功能及内容服务。**广告内容服务虽然只占据 10%左右的营收份额，但其对于基本营收亦不可忽视，其主要是指猫眼集团通过不同媒体平台官方账号、不同线下营销资源(如影院)、电影路演、跨行业广告合作发布的动态新闻、文章等形式，向电影行业及其他行业的广告主、广告代理公司提供广告服务，包括植入娱乐内容的广告，近几年的合作客户包括腾讯、光线传媒等公司，广告收益主要包括来自于平台展示广告的收益。自 2022 年 6 月以来，电影市场逐渐回暖，我们预计公司将不断建设与完善平台的功能与业务服务，持续优化观众的购买体验与活跃度，为业内合作伙伴带来更优质的服务。

图表 77. 2015-2022H1 猫眼娱乐营收及增速



资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所

图表 78. 2017-2021 年猫眼娱乐营收结构



资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所

**影视业绩在疫情余波下短暂承压，深耕产业稳步向好。**据猫眼娱乐 2022 年半年报披露显示，2022H1 中国电影市场总票房达到 171.80 亿元，同比下降 37.68%。即使大环境较为低迷，猫眼娱乐却仍然不断深耕、打磨、沉淀内容，其参与出品或发行的上映影片在市场中的数量和票房名列前茅。例如出品及主控发行的《这个杀手不太冷静》总票房达 26.3 亿元，参与出品电影《独行月球》《人生大事》分别收获 31.03 亿元与 17.12 亿元票房，影片总票房占中国电影票房收入已基本恢复至 2019 年水平。2023 年春节档，公司出品《流浪地球 2》《满江红》《交换人生》等电影票房喜人。

**储备影片类型丰富，上映正在稳步推进中。**储备电影方面，公司拥有类型丰富、题材多样、数量充足的电影内容，相关推进工作也在有序进行中，例如犯罪片《检察风云》《平原上的焰火》、科幻喜剧片《宇宙探索编辑部》、悬疑片《回廊亭》《拯救嫌疑人》等，其电影储备有望为公司业绩注入一剂强心针。

图表 79. 猫眼娱乐已上映影片及待映排片情况

2022 年已上映电影表现 (前五名)			
电影名称	上映时间	类型	票房 (亿元)
独行月球	2022 年 7 月 29 日	喜剧/科幻	31.03
这个杀手不太冷静	2022 年 2 月 1 日	喜剧片	26.27
人生大事	2022 年 6 月 24 日	剧情/家庭	17.12
万里归途	2022 年 9 月 30 日	剧情/战争	15.93
熊出没·重返地球	2022 年 2 月 1 日	动画/剧情/科幻	9.77
春节档上映电影			
电影名称	上映时间	类型	
中国乒乓之绝地反击	2023 年 2 月 17 日	剧情/运动	
流浪地球 2	2023 年 1 月 22 日	科幻/冒险/灾难	
满江红	2023 年 1 月 22 日	悬疑/喜剧/剧情	
交换人生	2023 年 1 月 22 日	喜剧/家庭	
待映电影项目			
电影名称	预计上映时间	类型	主要演职人员
人生路不熟	待定	喜剧/剧情	导演: 易小星; 主演: 乔杉、范丞丞、马丽
回廊亭	待定	犯罪/悬疑/爱情	导演: 来牧宽; 主演: 任素汐、刘敏涛
检察风云	待定	犯罪/剧情	导演: 麦兆辉; 主演: 黄景瑜、白百何、王丽坤
被害人	待定	犯罪/剧情/动作	导演: 翁子光; 主演: 郭富城、梁朝伟
天才游戏	待定	悬疑/惊悚	导演: 程亮
平原上的焰火	待定	爱情/犯罪	导演: 张骥; 主演: 周冬雨、刘昊然
宇宙探索编辑部	待定	科幻、喜剧	导演: 孔大山
拯救嫌疑人	待定	犯罪/悬疑/剧情	导演: 张末; 主演: 张小斐、李鸿其、惠英红

资料来源: 猫眼娱乐专业版 APP, 东亚前海证券研究所

## 5. 风险提示

**积压题材过时风险:** 前期受疫情影响, 部分影片的上映计划被推迟, 而爆款电影风口变化较快, 积压剧可能不太符合现有观众的审美风潮, 可能会面临题材选择、剧本设计过时的风险。

**票房收入不及预期:** 我们预计观众的观影热情将会复苏, 影院票房收入有望回归至无疫情时代, 但观众的娱乐行为可能会发生变化, 去院线观影的活动可能被其他娱乐方式所取代, 导致票房收入不及预期。

**电影宣传不及预期：**由于电影定档后需要各方进行宣传，若公关宣传方案不力将可能影响影片的曝光率。

**经济复苏不及预期：**广告投放与上游的广告主营收息息相关，若经济恢复不及预期，广告主的广告预算可能较往年有所下降，进而使广告行业的复苏放缓。

**行业竞争加剧：**伴随游戏版号常态化发放的预期，游戏数量在供给端较往年有所增加，在游戏玩家的渗透率逐渐见顶的外部因素下，游戏公司为争夺存量客户，导致行业内的竞争加剧。

**游戏版号发放不及预期：**游戏版号采用三审三校的方式进行审批，2021年曾面临长达7个月的版号停发，或将面临版号审批数量收紧的风险。

**游戏出海不及预期：**游戏出海企业在资金回流、跨境结算、跨境税收上争议较大，且在出海当地市场的合规性、游戏本地化、游戏合作与推广地上仍然面临风险。

**行业监管加剧：**前《网络游戏暂行办法》于2019年7月废止，预计游戏行业实施办法将于今年出台，可能会面临监管加剧风险。

## 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，东亚前海证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），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专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、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。

## 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、竞争性因素以及东亚前海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具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 分析师介绍

**彭琦**，近20年电子行业从业经验。曾担任intel和泰科电子等美资半导体和元器件公司市场和战略等相关工作。2010年起在券商从事电子和半导体行业证券研究工作，期间多次获得水晶球，IAMAC，金牛奖以及新财富相关奖项。后在大型PE和对冲基金有近4年买方经历。于2022年6月加入东亚前海担任电子行业首席分析师。

## 投资评级说明

### 东亚前海证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来6—12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性： 未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避： 未来6—12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

### 东亚前海证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%—20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

## 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。

## 免责声明

东亚前海证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由东亚前海证券有限责任公司（以下简称东亚前海证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

东亚前海证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给东亚前海证券客户的，属于机密材料，只有东亚前海证券客户才能参考或使用，如接收人并非东亚前海证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。东亚前海证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

东亚前海证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。东亚前海证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是东亚前海证券在发表本报告当日的判断，东亚前海证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但东亚前海证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。东亚前海证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的东亚前海证券网站以外的地址或超级链接，东亚前海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。

东亚前海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。东亚前海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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于东亚前海证券。未经东亚前海证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为东亚前海证券的商标、服务标识及标记。

东亚前海证券版权所有并保留一切权利。

## 机构销售通讯录

地区	联系人	联系电话	邮箱
北京地区	林泽娜	15622207263	linzn716@easec.com.cn
上海地区	朱虹	15201727233	zhuh731@easec.com.cn
广深地区	刘海华	13710051355	liuhh717@easec.com.cn

## 联系我们

### 东亚前海证券有限责任公司 研究所

北京地区：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦A座二层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号27楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场第一座第23层

邮编：518046

公司网址：<http://www.easec.com.cn/>