

传媒行业深度报告

2021Q4 及 2022Q1 业绩综述：疫情影响预期逐渐消化，政策筑底估值具有吸引力

增持（维持）

2022 年 05 月 02 日

证券分析师 张良卫

执业证书：S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 周良玖

执业证书：S0600517110002

021-60199793

zhoulj@dwzq.com.cn

证券分析师 张家琦

执业证书：S0600521070001

zhangjiaqi@dwzq.com.cn

投资要点

■ **整体：业绩符合预期，游戏板块同比表现出色。**21Q4/22Q1 传媒行业实现收入 1457/1170 亿元，同比-5%/-3%，下滑主要是由于疫情导致内容生产、线下销售渠道、广告业务等均一定程度受到影响，但 22Q1 收入同比 19Q1 增长 14%，传媒行业市场规模仍超疫情前水平。分行业来看游戏板块虽然受到政策因素影响，但由于前期产品储备及受疫情影响有限，业绩表现相对出色，广告营销、影视院线、数字媒体板块受疫情影响更大，收入同比下滑。

■ **游戏：步入精品驱动阶段，政策落地估值具有吸引力。**21Q4/22Q1 行业合计收入 210/217 亿元，分别同比+15%/+6%，毛利率保持平稳，销售费用率受新产品上线节奏略有扰动，22Q1 行业整体净利率为 18.3%，保持了较强盈利能力。版号政策对于行业带来一定扰动，但前期储备的精品游戏仍可突围实现较好的流水表现。行业产能逐渐优化，市场份额向头部企业和精品集中，头部企业研发费用率甚至进一步提升。虽有政策压制，但业绩增长在所有行业中仍属亮眼，版号重启发放后估值有望得到修复，推荐标的：三七互娱（借助自研精品及海外发行，业绩维持乐观增长）、完美世界（《幻塔》持续优化，2022 年业绩改善可期）、吉比特（老游戏流水稳定，新品接力值得期待）、姚记科技（二季度业绩改善可期，估值优势明显）、港股推荐游戏龙头腾讯控股（高壁垒低估值、政策边际持续改善）、心动公司（优质渠道及社区资产）、哔哩哔哩-SW 等。

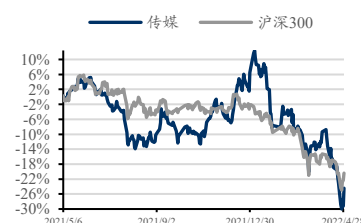
■ **营销：疫情短期扰动，龙头估值已具明显吸引力。**21Q4/22Q1 实现收入 471.5/384.6 亿元，同比-4%/-10%，由于疫情反复和教育、游戏、互联网广告主受到政策压制降低广告投放，行业收入增速走低。但我们看到头部广告公司在成本控制、收入增速方面的相对优势越发明显，行业格局优化有助于中长期的业绩释放。随着上海疫情防控成效显现，预计后续广告需求将逐步恢复，且利润及估值弹性值得期待。推荐分众传媒（成本控制超预期，公司积极调整疫情影响可控）、兆讯传媒（快速成长的低估值细分领域龙头）、蓝色光标等。

■ **数字媒体&影视院线：连续两个季度收入下滑，关注后续新内容上市进展。**数字媒体行业 21Q4/22Q1 实现收入 94.6/64.6 亿元，同比-10%/-17%，影视院线行业 21Q4/22Q1 实现收入 115.6/98.9 亿元，同比-8%/-15%。同时由于行业对存在一定经营杠杆，利润波动较收入更大。后续建议对疫情保持乐观同时，积极关注新内容上市进展。推荐芒果超媒（头部内容储备丰富，二季度业绩值得期待）、新媒股份（稳健高增长、分红率提升，估值具有安全边际）、光线传媒（期待 2022 年内容储备）、华策影视（龙头地位稳固，内容持续创新）等。

■ **传统媒体：2021Q4/2022Q1 出版报刊行业实现收入 422/308 亿元，同比增速分别为-5%/10%，行业毛利率及净利率基本延续稳定，大众出版方面，供应链及销售渠道两方面收到疫情影响，业绩波动相对教育出版更大，新经典、中信出版 22Q1 收入同比下滑 4.56%/12.91%。建议关注低估值高分红的龙头出版集团，以及后续大众出版上市公司的业绩修复机会。广电行业 21Q4/22Q1 实现收入 142.6/96.6 亿元，同比变动分别为-18%/0%，归母净利润分别为 10.1/3.6 亿，同比变动分别为-282%/55%。**

■ **风险提示：**政策监管；竞争超预期；产品适销风险；市场系统性风险等。

行业走势



相关研究

《在线视频：哔哩哔哩错位竞争，广告商业化空间广阔》

2022-04-26

内容目录

1. 整体：业绩符合预期，游戏板块同比表现出色	5
2. 游戏：步入精品驱动阶段，政策落地估值具有吸引力	6
3. 营销：疫情短期扰动，龙头估值已具明显吸引力	12
4. 数字媒体：产能及广告业务受影响，后续有望逐步恢复	15
5. 影视院线：线下渠道经营受限，期待 22 年内容表现	18
6. 出版报刊：教育出版保持稳健，大众图书受到疫情影响	22
7. 广电：Q1 利润有所恢复，整合升级驱动行业增长	26
8. 附录：行业分类	28
9. 风险提示	29

图表目录

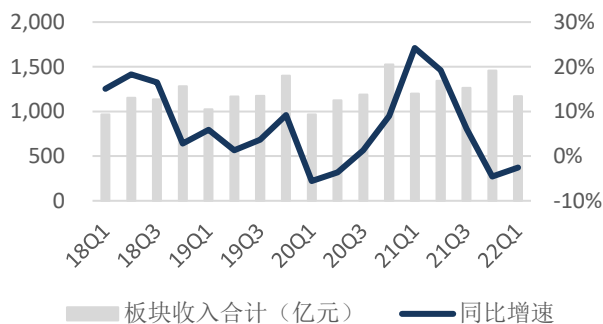
图 1: 行业整体收入及同比增速 (单位: 亿元)	5
图 2: 行业内细分板块收入 (单位: 亿元)	5
图 3: 2018Q1 至今传媒行业子版块季度收入同比增速	5
图 4: 传媒板块合计归母净利润情况	6
图 5: 传媒板块归母净利润情况 (单位: 亿元)	6
图 6: 中国游戏市场实际销售收入 (单位: 亿元)	6
图 7: 2022Q1 中国游戏市场不同类型游戏收入占比	6
图 8: 中国移动游戏市场实际销售收入 (单位: 亿元)	7
图 9: 中国客户端游戏市场实际销售收入 (单位: 亿元)	7
图 10: 中国自主研发游戏海外市场实际销售收入 (单位: 亿美元)	7
图 11: 游戏行业季度收入及同比增速	7
图 12: 行业内主要上市公司季度收入 (单位: 亿元)	7
图 13: 游戏行业毛利额及同比增速	8
图 14: 游戏行业毛利率 (左轴) 及同比增减 (右轴)	8
图 15: 游戏行业销售费用 (左轴) 及同比增速	8
图 16: 游戏行业销售费用率 (左轴) 及同比增减 (右轴)	8
图 17: 游戏行业归母净利润 (左轴) 及同比增速	9
图 18: 游戏行业销售净利率 (左轴) 及同比增减 (右轴)	9
图 19: 三七互娱收入及同比增速	9
图 20: 三七互娱归母净利润及同比增速	9
图 21: 吉比特收入及同比增速	10
图 22: 吉比特归母净利润及同比增速	10
图 23: 完美世界收入及同比增速	11
图 24: 完美世界归母净利润及同比增速	11
图 25: 2018Q1 至今营销行业季度收入及同比增速	12
图 26: 2018Q1 至今营销行业归母净利润及增速	12
图 27: 营销行业净利率 (左轴) 及同比增减 (右轴)	12
图 28: 2018Q1 至今营销行业毛利及同比增长	13
图 29: 营销行业毛利率 (左轴) 及同比增减 (右轴)	13
图 30: 分众传媒收入 (左轴) 及增速 (单位: 亿元)	13
图 31: 分众传媒归母净利 (单位: 亿元)	13
图 32: 兆讯传媒收入 (左轴) 及增速 (单位: 亿元)	14
图 33: 兆讯传媒归母净利 (单位: 亿元)	14
图 34: 行业季度收入 (左轴) 及同比增速 (单位: 亿元)	15
图 35: 数字媒体行业毛利额及同比增速	15
图 36: 数字媒体行业毛利率 (左轴) 及同比增减	15
图 37: 数字媒体行业归母净利润 (左轴) 及同比增速	16
图 38: 数字媒体行业销售净利率 (左轴) 及同比增减	16
图 39: 芒果超媒收入 (左轴) 及同比增速 (单位: 亿元)	16
图 40: 芒果超媒归母净利 (左轴) 及增速 (单位: 亿元)	16
图 41: 新媒股份收入 (左轴) 及同比增速 (单位: 亿元)	17
图 42: 新媒股份归母净利 (左轴) 及增速 (单位: 亿元)	17

图 43:	2021Q1 至今含服务费电影票房收入 (单位: 亿元)	18
图 44:	2018Q1 至今影视院线行业季度收入及同比增速	18
图 45:	2018Q1 至今影视院线行业毛利	19
图 46:	影视行业毛利率 (左轴) 及同比增减 (右轴)	19
图 47:	2018Q1 至今影视院线归母净利润及同比增速	19
图 48:	影视院线净利率 (左轴) 及同比增减	19
图 49:	2018Q1 至今光线传媒收入及同比增速 (亿元)	20
图 50:	2018Q1 至今光线传媒归母净利润 (亿元)	20
图 51:	2018Q1 至今华策影视收入及同比增速 (亿元)	21
图 52:	2018Q1 至今华策影视归母净利润 (亿元)	21
图 53:	大众图书零售增速	22
图 54:	大众图书线上线下零售渠道增速	22
图 55:	出版行业季度收入及同比增速	22
图 56:	出版行业毛利及同比增长	23
图 57:	出版行业毛利率 (左轴) 及同比增减 (右轴)	23
图 58:	出版行业归母净利润及同比增长	23
图 59:	出版行业净利率 (左轴) 及同比增减 (右轴)	23
图 60:	出版行业销售费用及同比增长	23
图 61:	出版行业销售费用率 (左轴) 及同比增减 (右轴)	23
图 62:	出版行业管理费用及同比增长	24
图 63:	出版行业管理费用率 (左轴) 及同比增减 (右轴)	24
图 64:	新经典季度收入(左轴, 亿元)及同比增速	24
图 65:	新经典季度归母净利润(左轴, 亿元)及同比增速	24
图 66:	中信出版季度收入(左轴)及增速 (单位: 亿元)	25
图 67:	中信出版归母净利(左轴)及增速 (单位: 亿元)	25
图 68:	广电行业季度收入 (左轴) 及同比增速	26
图 69:	广电行业毛利额 (左轴) 及同比增速	26
图 70:	广电行业毛利率 (左轴) 及同比增减 (右轴)	26
图 71:	广电行业归母净利润(左轴)及同比增速	27
图 72:	广电行业净利率 (左轴) 及同比增减 (右轴)	27

1. 整体：业绩符合预期，游戏板块同比表现出色

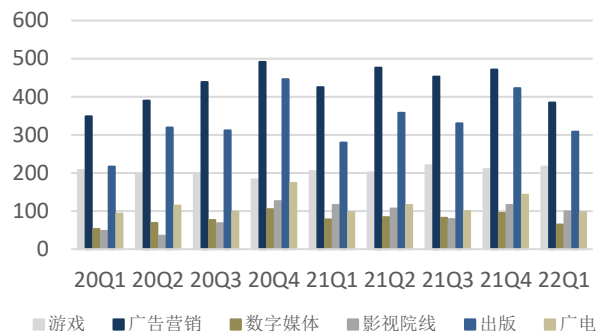
2021Q4/2022Q1 传媒行业合计实现收入 1457/1170 亿元,同比增速分别为-5%/-3%,行业受到疫情影响收入同比有小幅下滑,但 22Q1 行业收入同比 19Q1 仍增长 14%,行业整体收入规模仍在疫情前水平之上。

图1：行业整体收入及同比增速（单位：亿元）



数据来源：wind，东吴证券研究所，备注：具体子行业分类见文末备注

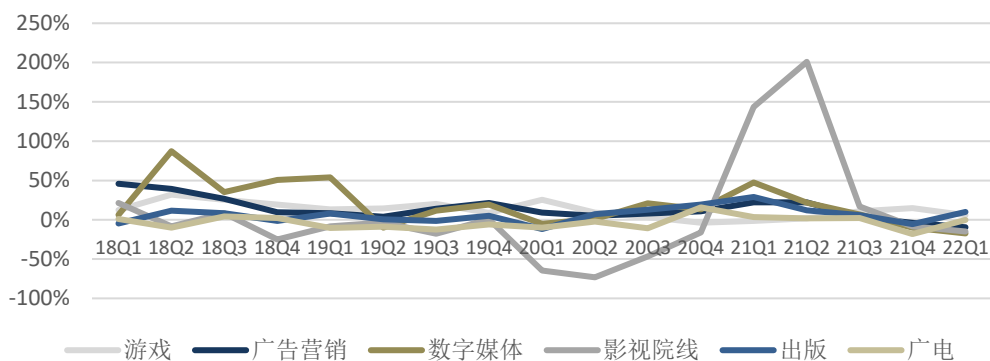
图2：行业内细分板块收入（单位：亿元）



数据来源：wind，东吴证券研究所

分行业来看，2022Q1，受疫情影响较小的游戏板块在 2021Q1 高基数上仍实现收入同比增长；受疫情影响较大的广告营销、影视院线、数字媒体板块收入同比下滑。

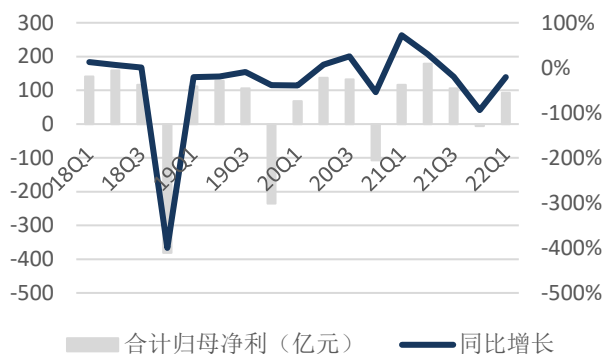
图3：2018Q1 至今传媒行业子版块季度收入同比增速



数据来源：wind，东吴证券研究所

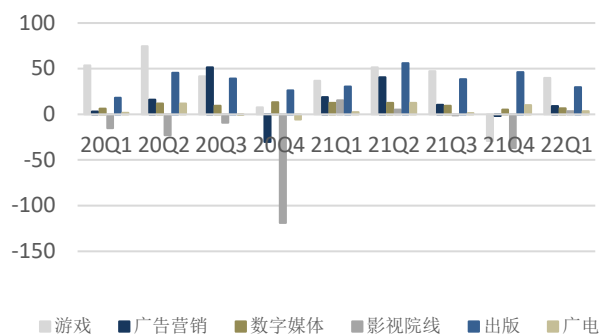
利润方面，传媒行业 2021Q4/2022Q1 合计实现归母净利润-6/92 亿元，2021Q4 亏损主要系游戏板块业绩承压，以及疫情反复致影视院线板块出现亏损；2022Q1 行业归母净利润同比下滑 83%，主要系疫情反复致广告营销板块归母净利润同比下滑。

图4: 传媒板块合计归母净利润情况



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图5: 传媒板块归母净利润情况 (单位: 亿元)

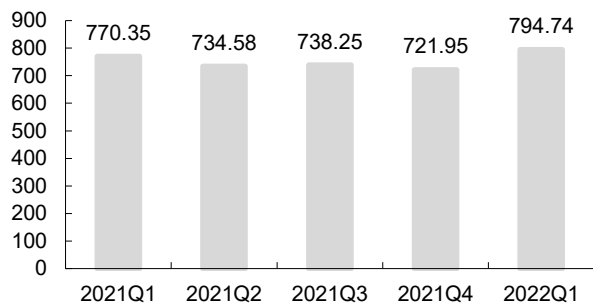


数据来源: wind, 东吴证券研究所

2. 游戏: 步入精品驱动阶段, 政策落地估值具有吸引力

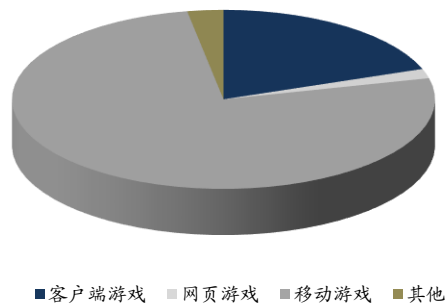
行业层面, 22Q1 中国游戏市场实际销售收入 794.74 亿元, 同比增长 3%, 环比增长 10%, 主要系春节活动提升用户活跃度, 拉动付费等。

图6: 中国游戏市场实际销售收入 (单位: 亿元)



数据来源: 伽马数据, 东吴证券研究所

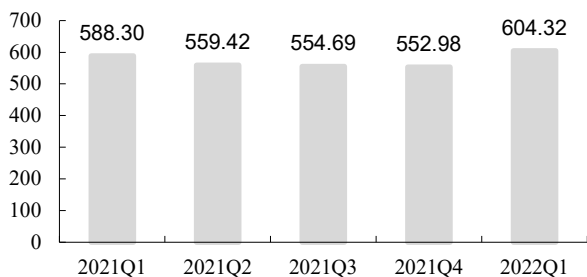
图7: 2022Q1 中国游戏市场不同类型游戏收入占比



数据来源: 伽马数据, 东吴证券研究所

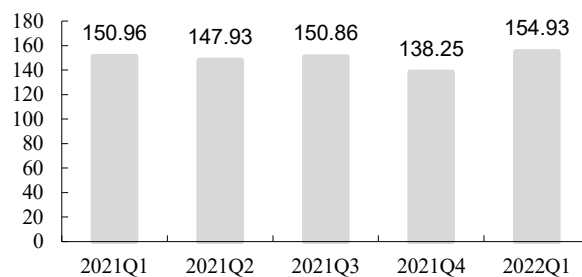
2022Q1 移动游戏的收入在整体收入中占 76%, 保持较高占比, 移动游戏实际销售收入达 604.32 亿元, 同比增长 3%, 环比增长 9%。2022Q1《原神》《梦幻西游》等长线产品、《文明与征服》等新游带来流水增量, 相比 2021Q1 的高基数, 2022Q1 行业收入在新游供给减少背景下仍实现增长。

图8: 中国移动游戏市场实际销售收入 (单位: 亿元)



数据来源: 伽马数据, 东吴证券研究所

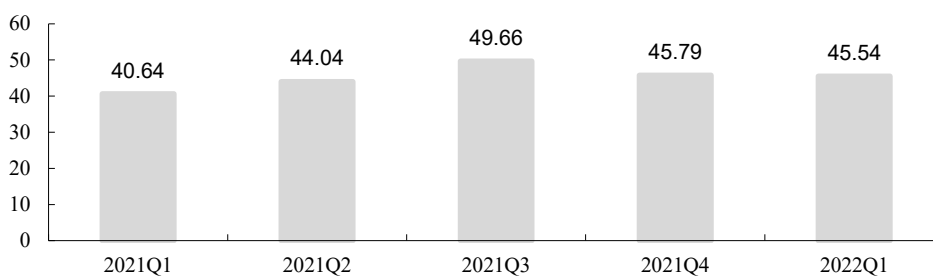
图9: 中国客户端游戏市场实际销售收入 (单位: 亿元)



数据来源: 伽马数据, 东吴证券研究所

2022Q1 中国自主研发游戏海外市场实际销售收入为 45.54 亿美元, 同比增长 12%, 环比基本持平。

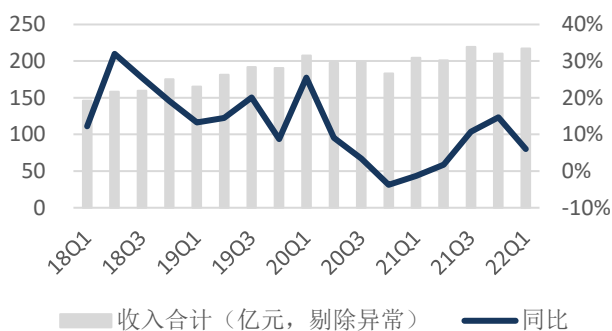
图10: 中国自主研发游戏海外市场实际销售收入 (单位: 亿美元)



数据来源: 伽马数据, 东吴证券研究所

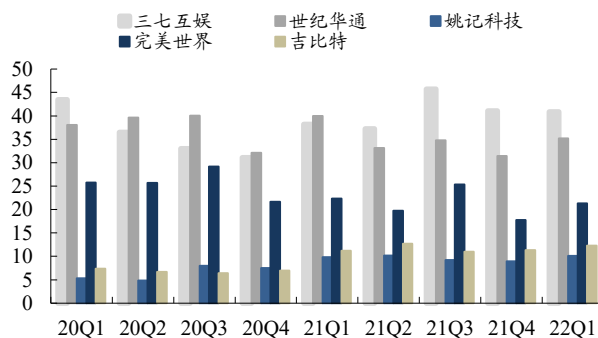
上市公司层面, A 股游戏上市公司 2021Q4/2022Q1 合计收入 (剔除异常值) 210/217 亿元, 分别同比增长 15%/6%, 重点公司 2021 年长线产品运营稳定, 新产品表现出色, 贡献营收增量。

图11: 游戏行业季度收入及同比增速



数据来源: wind, 东吴证券研究所

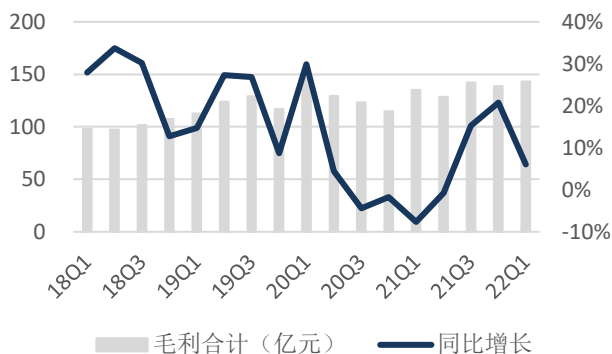
图12: 行业内主要上市公司季度收入 (单位: 亿元)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

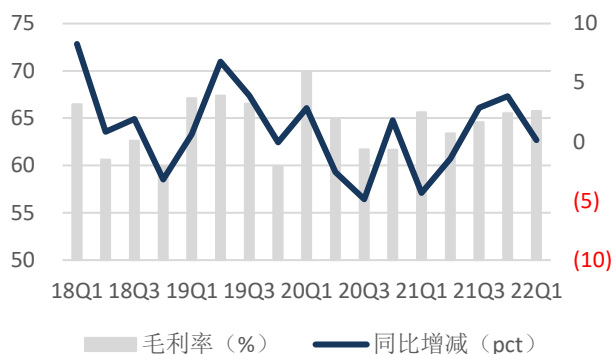
2021Q4/2022Q1，A 股游戏公司整体毛利率为 65.5%/65.8%，分别同比提升 3.8pct/0.1pct，毛利率波动与代理产品收入占比变动有关，但整体而言稳定在较高水平。

图13: 游戏行业毛利额及同比增速



数据来源: wind, 东吴证券研究所

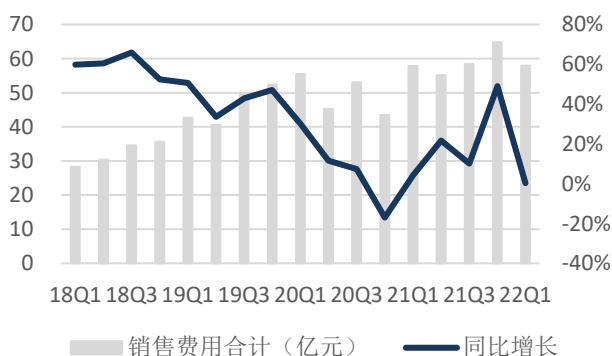
图14: 游戏行业毛利率（左轴）及同比增减（右轴）



数据来源: wind, 东吴证券研究所

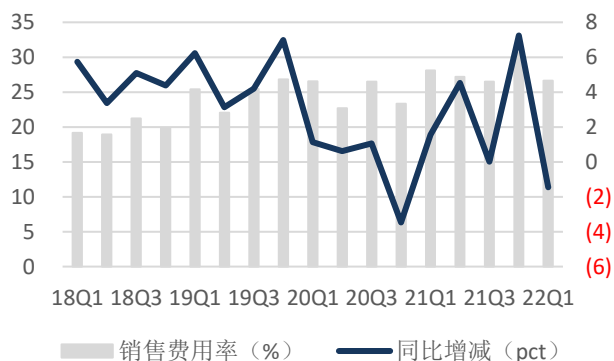
2021Q4/2022Q1 行业合计销售费用 64.8/58.0 亿元,销售费用率分别为 30.6%/26.6%,销售费用率波动主要与新游上线节奏有关。

图15: 游戏行业销售费用（左轴）及同比增速



数据来源: wind, 东吴证券研究所

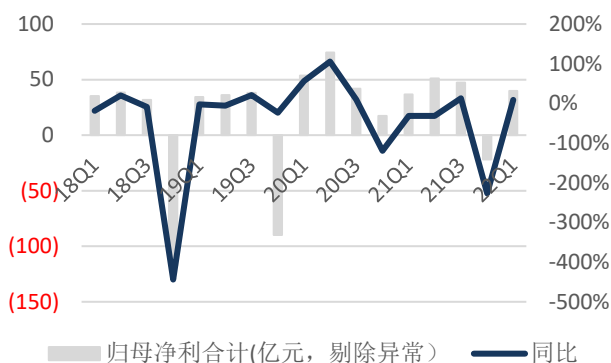
图16: 游戏行业销售费用率（左轴）及同比增减（右轴）



数据来源: wind, 东吴证券研究所

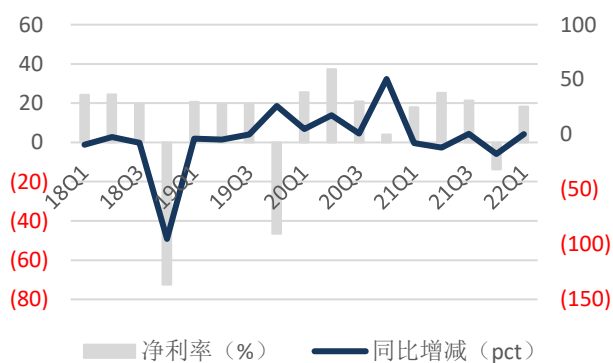
2021Q4/2022Q1 行业归母净利润（剔除异常值）分别为-21.8/39.9 亿元，销售净利率分别为-13.7%/18.3%，2021Q4 亏损或由于版号停发下公司产品项目调整产生一次性支出，同时部分新游上线收入费用错配致当期利润承压。

图17: 游戏行业归母净利润(左轴)及同比增速



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图18: 游戏行业销售净利率(左轴)及同比增减(右轴)



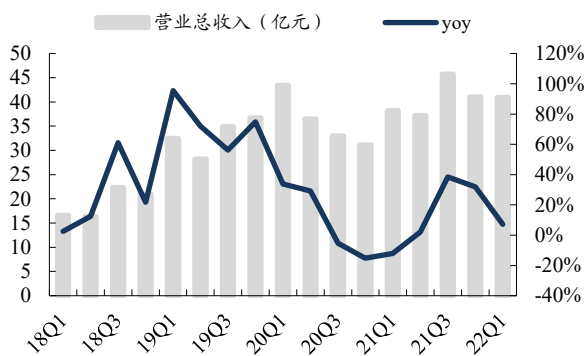
数据来源: wind, 东吴证券研究所

主要上市公司具体分析如下:

三七互娱: 2021 年公司实现营业收入 162.16 亿元, yoy+12.62%, 归母净利润 28.76 亿元, yoy+4.15%, 扣非归母净利润 26.27 亿元, yoy+9.82%。2022Q1 公司实现营业收入 40.89 亿元, yoy+7.11%, qoq-0.40%, 归母净利润 7.60 亿元, yoy+550.80%, qoq-34.17%, 扣非归母净利润 7.62 亿元, yoy+19774.29%, qoq-31.21%。

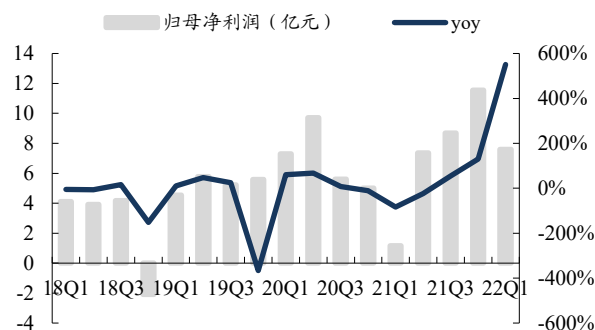
全球化战略持续验证, 看好出海业绩释放。2022Q1 公司海外市场营收超 14 亿元, 同比增长超 45%, 营收占比超 34%。根据 data.ai 数据, 公司于 2022 年 1-3 月中国游戏厂商出海收入排行榜中分别位列第 5/4/4 名; 主力出海手游《Puzzles & Survival》长线运营出色,《云上城之歌》流水持续攀升。新游《三国: 英雄的荣光》已于中国港澳台、新马等地上线, 蚂蚁题材 SLG《Ant Legion》、放置 SLG《Chrono Legacy》已于美国等地上线, 持续关注后续流水表现。我们认为公司已积累丰富的出海经验, 强发行能力与“因地制宜”的出海策略有望持续验证, 随着《P&S》逐步释放利润,《云上》及新游上线贡献营收增量, 出海业绩将持续增厚, 构筑公司业绩第二增长极。

图19: 三七互娱收入及同比增速



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图20: 三七互娱归母净利润及同比增速



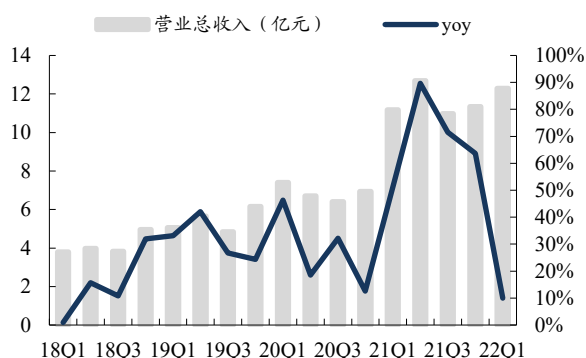
数据来源: wind, 东吴证券研究所

吉比特: 2021 年公司实现营业收入 46.19 亿元 (yoy+68.44%), 归母净利润 14.68 亿

元 (yoy+40.34%)。2022Q1 公司实现营业收入 12.29 亿元, yoy+9.98%, qoq+8.42%, 归母净利润 3.50 亿元, yoy-4.27%, qoq+32.95%。

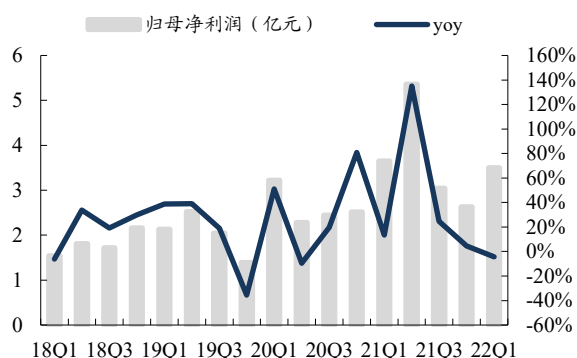
长线运营能力持续验证,《一念逍遥》运营稳定出色,期待《奥比岛》上线表现。2021 年公司营收及归母净利润实现同比高增主要受益于老游持续稳健表现,收入及利润同比增长,同时新游上线增厚业绩。老游《问道》实现用户新增及部分老用户回流,新游《一念逍遥》上线后维持短频更新节奏,并周期性推出大规模玩法更新与联动活动,配合品效合一的买量推广,其 iOS 游戏畅销榜排名稳中向上。展望 2022 年,公司代理产品储备有《奥比岛》《黎明精英》《上古宝藏》《花落长安》(均有版号)等,涵盖 Roguelike 等优势品类,自研产品稳步推进中,其中《奥比岛》测试情况良好,期待产品上线表现。

图21: 吉比特收入及同比增速



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图22: 吉比特归母净利润及同比增速

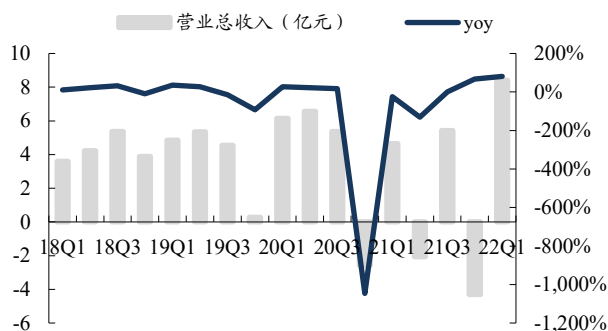


数据来源: wind, 东吴证券研究所

完美世界: 2021 年公司实现营收 85.18 亿元, yoy-16.69%, 归母净利润 3.69 亿元, yoy-76.16%, 扣非归母净利润 1.02 亿元, yoy-90.26%。2022Q1 营收 21.28 亿元, yoy-4.60%, qoq+19.67%, 归母净利润 8.40 亿元, yoy+80.99%, 扣非归母净利润 4.14 亿元, yoy+30.15%。

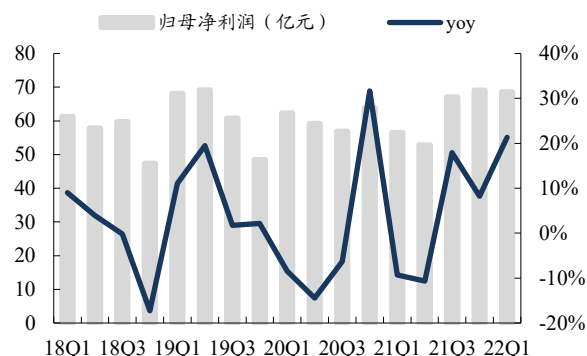
《幻塔》推动业绩增长,后续出海值得期待。2021 年公司游戏业务处于战略升级和产品迭代阶段,业绩短期承压,我们认为 2022 年公司将持续降本增效,看好游戏业务聚焦后业绩回升,同时预计影视业务后续新立项及开机项目将更为谨慎,财务表现趋稳。公司预计《幻塔》将于 2022 年年内上线海外地区,版权金及流水分成有望增厚公司业绩。

图23: 完美世界收入及同比增速



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图24: 完美世界归母净利润及同比增速



数据来源: wind, 东吴证券研究所

2022年4月版号重启发放,意味着本轮行业监管基本告一段落。长期来看,我们认为随着筛查工作逐步完成,版号将维持总量控制,游戏行业精品化趋势将愈发明显。国内手游市场已步入存量竞争阶段,但精品游戏仍可突围实现较好的流水表现,行业正在经历产能优化,向头部企业和精品项目集中。海外手游市场仍属蓝海,伴随 TikTok 出海红利,预计中国厂商出海收入将维持高增速。游戏行业在疫情背景下增长确定性强,估值也具有较强的安全边际,版号重启发放提振市场信心,利好重点公司在研项目推进,叠加出海收入维持高增速,行业新一轮戴维斯双击在即。

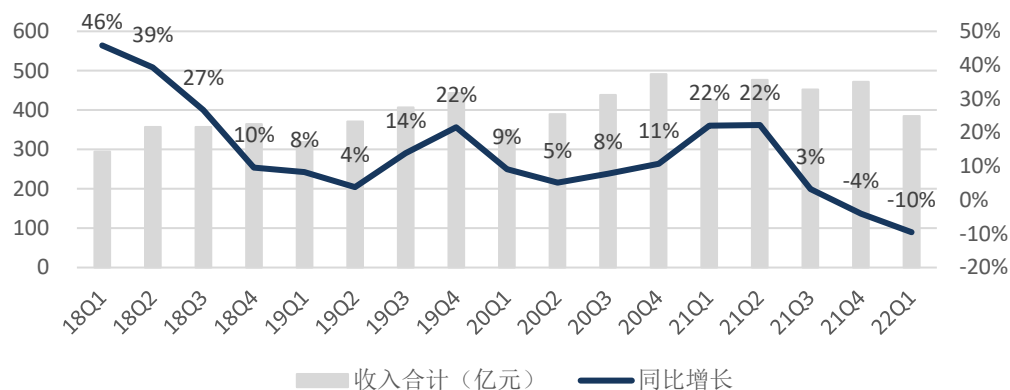
我们推荐具备领先研发实力与出海优势,有望产出破圈精品的优质研发商: **腾讯控股**、**三七互娱**(《斗罗大陆:魂师对决》验证公司研发升级,全球化布局成效凸显,海外市场已实现长周期品类突破,后续产品储备丰富,有望通过多 IP、多题材持续提升市占率)、**吉比特**(《一念逍遥》验证公司买量及长线运营能力,后续《奥比岛》有望再度实现用户圈层突破)、**完美世界**(泛二次元开放世界 MMO《幻塔》有望于年内上线海外地区,贡献业绩增量,产品储备面向全球市场)等;推荐拥有优质渠道&社区资产的心动公司(TapTap 是国内非常稀缺优质的社区资产,平台用户规模及 ARPU 提升空间大)。

风险提示: 产品上线延期风险; 行业监管趋严风险; 系统性风险。

3. 营销：疫情短期扰动，龙头估值已具明显吸引力

营销全行业在 21Q4/22Q1 实现收入 471.5/384.6 亿元，同比下滑 4%/10%。收入出现下滑主要是由于疫情反复和教育、游戏、互联网广告主受到政策压制降低广告投放所致。

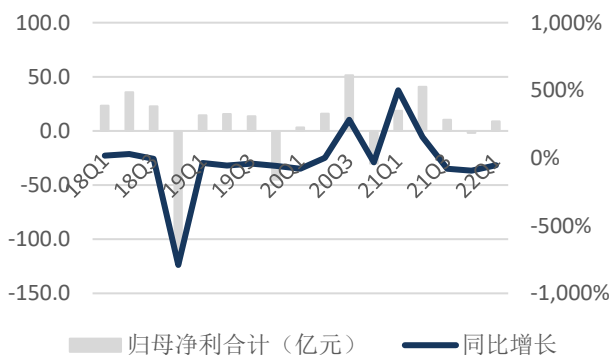
图25：2018Q1 至今营销行业季度收入及同比增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

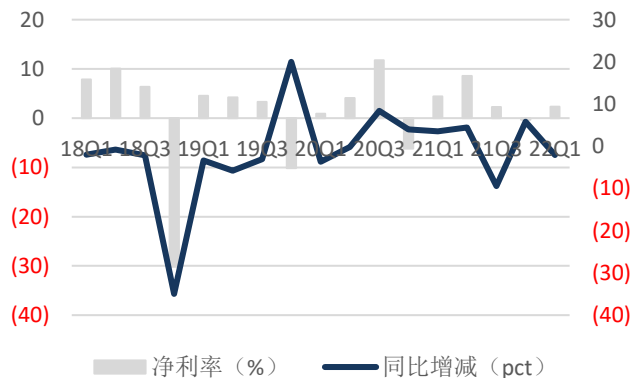
营销全行业在 21Q4/22Q1 实现归母净利润-1.7/8.9 亿元，21Q4 的亏损主要是由于部分企业的商誉减值等造成。

图26：2018Q1 至今营销行业归母净利润及增速



数据来源：wind，东吴证券研究所

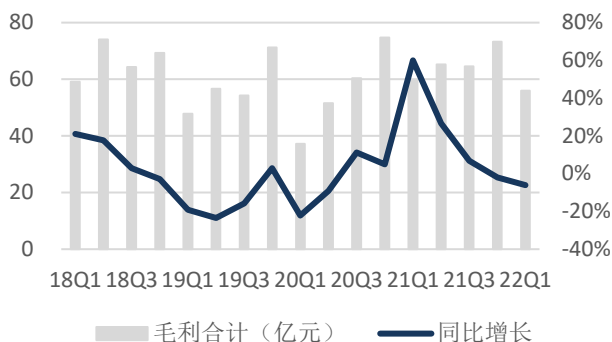
图27：营销行业净利率（左轴）及同比增减（右轴）



数据来源：wind，东吴证券研究所

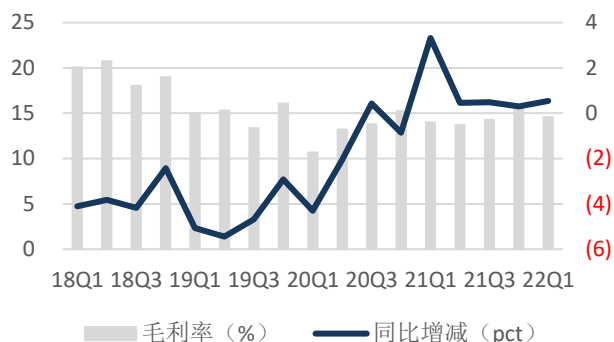
毛利指标对营销行业是更有效的指标，其修复趋势相比收入更为明显，行业毛利率从 18Q2 开始下滑，19Q4 略有反弹，20Q1 受疫情影响进一步下滑至 10.7%，疫情后逐步修复，21Q4/22Q1 营销行业毛利率分别为 15.5%/14.6%，分别同比提升 0.3/0.5pct。

图28: 2018Q1 至今营销行业毛利及同比增长



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图29: 营销行业毛利率（左轴）及同比增减（右轴）

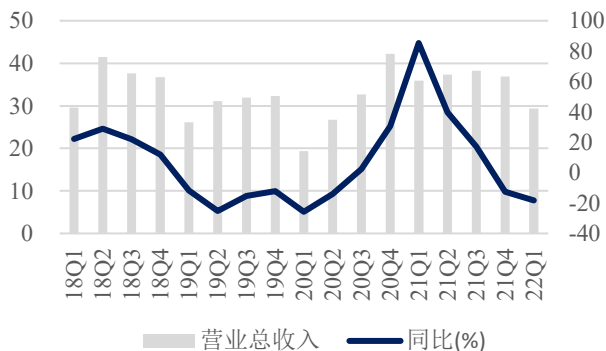


数据来源: wind, 东吴证券研究所

重点上市公司层面:

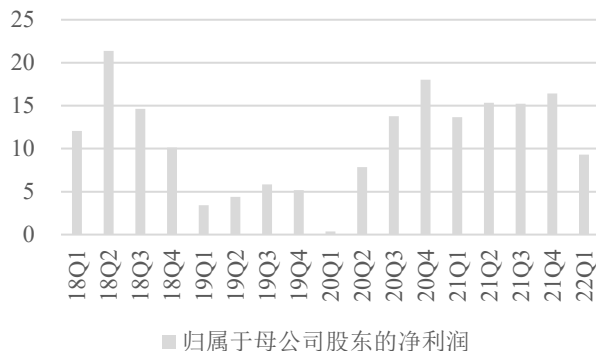
分众传媒 2021 年实现收入 148.36 亿元, 同比增长 22.64%, 归母净利润 60.63 亿元, 同比增长 51.43%。其中 Q4 实现收入 36.88 亿元, 同比下降 12.63%, 归母净利润 16.41 亿元, 同比下降 8.93%。公司 2022Q1 实现收入 29.39 亿元, 同比下降 18.19%, 实现归母净利润 9.29 亿元, 同比下降 32.12%。2021 年中报分红 30.03 亿元, 2021 年年报分红 18.77 亿元。

图30: 分众传媒收入（左轴）及增速（单位: 亿元）



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图31: 分众传媒归母净利（单位: 亿元）



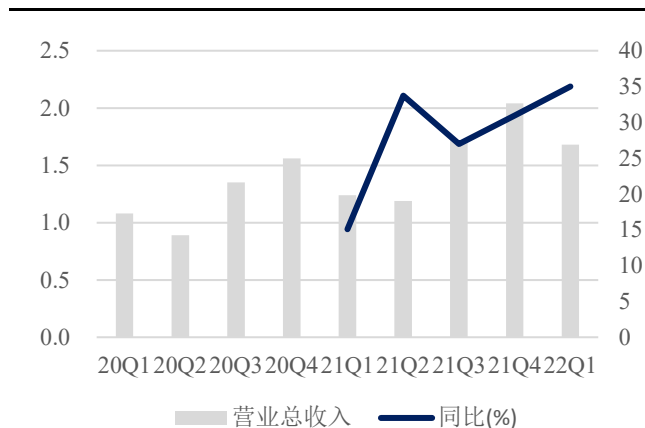
数据来源: wind, 东吴证券研究所

营业成本下滑超预期, 毛利抬升强化杠杆效应: 2021 年公司楼宇营业成本同比降低了 4.9%, 而点位同比增长 8.3%, 达到了 267.3 万块, 主要由于技术推动人员优化造成职工薪酬的下降、部分资产折旧完毕和行业竞争放缓对于单栋点位成本更好的控制。公司 2021Q4 和 2022Q1 毛利率分别达到 67.53%和 63.37%。2022Q1 毛利率下降主要由于上海和深圳疫情影响, 只是短期下滑。2021Q4 毛利率创下 2018Q3 以来的新高, 杠杆效应进一步加强。未来疫情结束之后广告需求将会得到大幅恢复、宏观经济复苏也将带动公司业绩的增长, 重申公司“买入”评级。

风险提示: 宏观经济超预期波动、竞争加剧、回款不利

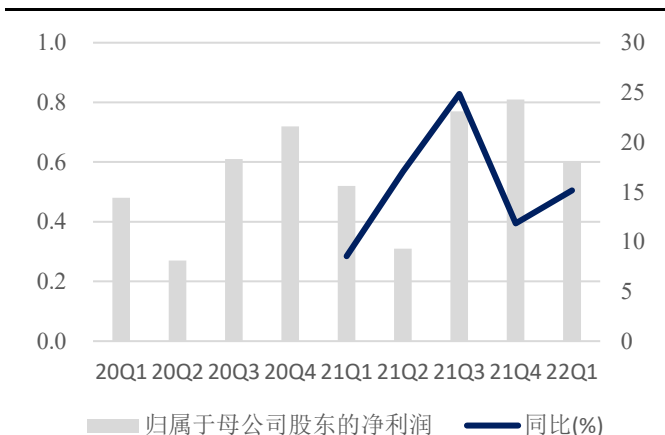
此外，我们推荐另一户外广告龙头兆讯传媒，公司 2021 年实现收入 6.19 亿元，同比增长 26.84%，归母净利润 2.41 亿元，同比增长 15.59%。2022Q1 实现收入 1.68 亿元，同比增长 35%，实现归母净利润 0.60 亿元，同比增长 15.16%。

图32：兆讯传媒收入（左轴）及增速（单位：亿元）



数据来源：wind，东吴证券研究所

图33：兆讯传媒归母净利（单位：亿元）



数据来源：wind，东吴证券研究所

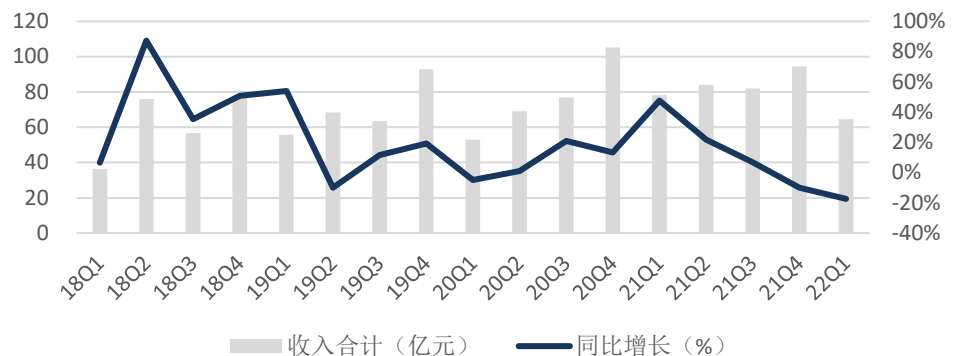
站点、屏幕数、和刊例价保持增长带动公司高速增长：预计未来公司屏幕数量将受到高铁站数量扩张的带动而保持增长，根据公司招股书，公司拟从 2022 年开始用三年时间（自募集资金后）优化运营站点 112 个，共计新增大尺寸、高清晰的数字媒体设备 2255 个（含 121 个新增站点的设备投放）。目前处在高速成长阶段，高铁站点位的增长和大屏幕的优化将带动刊例价的增长。我们认为公司于高铁数字传媒领域具备垄断性优势，且处在高速发展时期，给予“买入”评级。

风险提示：宏观经济波动风险，行业政策变化风险，市场竞争加剧风险，数字媒体资源流失风险，新冠疫情等突发公共卫生事件风险。

4. 数字媒体：产能及广告业务受影响，后续有望逐步恢复

数字媒体行业 21Q4/22Q1 分别实现收入 94.6/64.6 亿元，同比-10%/-17%，增速自 21Q1 至今整体持续呈下降趋势。

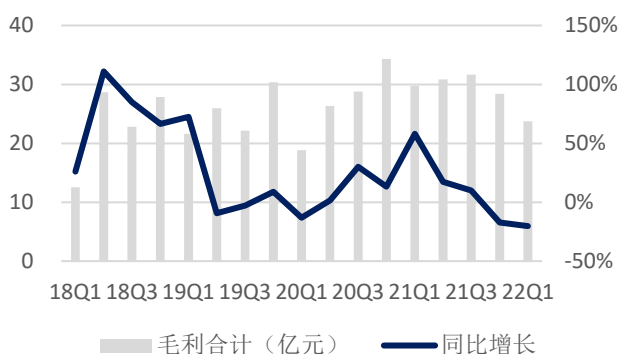
图34：行业季度收入（左轴）及同比增速（单位：亿元）



数据来源：wind，东吴证券研究所

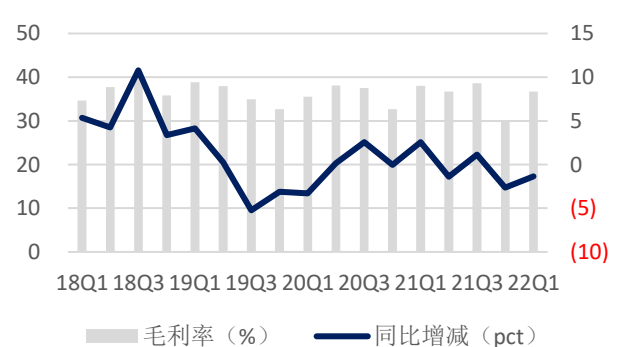
21Q4/22Q1 数字媒体行业实现毛利润 28.4/23.7 亿元，分别-17%/-20%，毛利率分别为 30.0%/36.7%，同比下滑 2.6pct 和 1.3pct。

图35：数字媒体行业毛利额及同比增速



数据来源：wind，东吴证券研究所

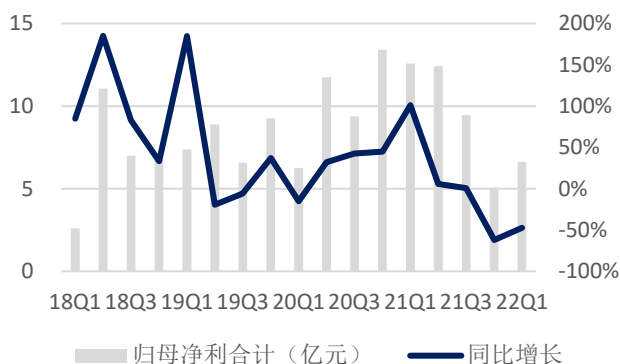
图36：数字媒体行业毛利率（左轴）及同比增减



数据来源：wind，东吴证券研究所

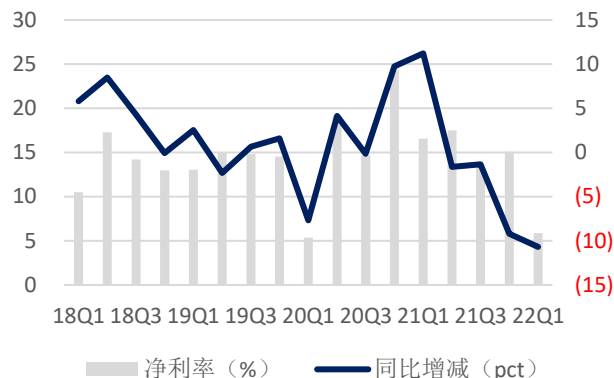
21Q4/22Q1 行业归母净利润实现 5.1/6.6 亿元，分别同比下滑 62%和 47%，销售净利率分别为 15.1%/5.9%，同比下滑 9.2pct 和 10.7 pct。

图37: 数字媒体行业归母净利润（左轴）及同比增速



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图38: 数字媒体行业销售净利率（左轴）及同比增减



数据来源: wind, 东吴证券研究所

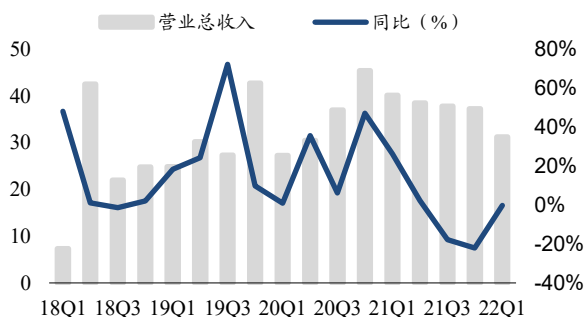
重点上市公司情况:

芒果超媒: 疫情造成短期扰动, 竞争力持续提升。公司 2021 年实现营业总收入 153.56 亿元, 同比增长 9.64%; 归属于上市公司股东的净利润 21.14 亿元, 同比增长 6.66%, 2022Q1 实现营业总收入 31.24 亿元, 同比下降 22.08%, 归属于上市公司股东的净利润 5.07 亿元, 同比下降 34.39%。2021 年会员数增长超预期, 广告业务逆势高增长, 芒果 TV 平台互联网视频业务毛利率水平逐年提升, 其中运营商业贡献明显。非芒果 TV 业务调整, 短期影响有望在 2022 年消化。

看好公司后续内容储备, 期待 2022Q2 业绩表现。重点综艺《声生不息》已于 4 月 24 日上线,《乘风破浪 3》也有望于 2022Q2 上线。截至 2021 年底芒果 TV 拥有 26 个综艺自制团队, 29 个影视制作团队和 34 家“新芒计划”战略工作室, 相比 2021 年年中继续提升 (分别为 20/24/30), 维持公司“买入”评级。

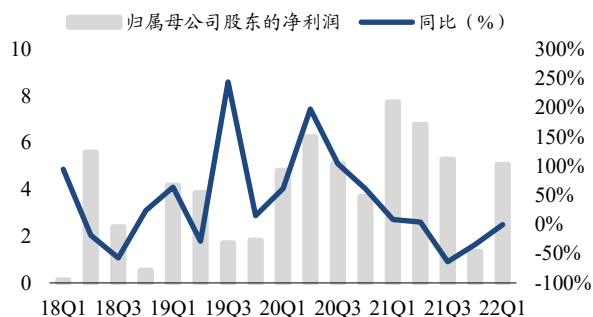
风险提示: 政策风险, 疫情影响超预期, 节目上线不及预期。

图39: 芒果超媒收入（左轴）及同比增速（单位: 亿元）



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图40: 芒果超媒归母净利（左轴）及增速（单位: 亿元）

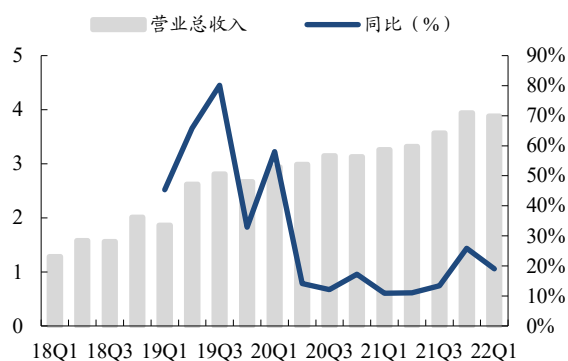


数据来源: wind, 东吴证券研究所

新媒股份：业绩延续高增长，估值具有吸引力。2021 年公司实现合并营业收入 14.09 亿元，同比增长 15.43%，实现归属净利润 6.80 亿元，同比增长 18.23%；2022Q1 实现营业收入 3.88 亿元，同比增长 19.26%，实现归属净利润 1.72 亿元，同比增长 6.06%。公司 IPTV 基础业务用户规模稳定增长，互联网视听及内容版权业务快速成长。核心主业毛利率保持稳定，版权积累致综合毛利率略有下降，但长期前景值得期待。看好后续商业化提升潜力，公司当前估值具有吸引力，维持公司“买入”评级。

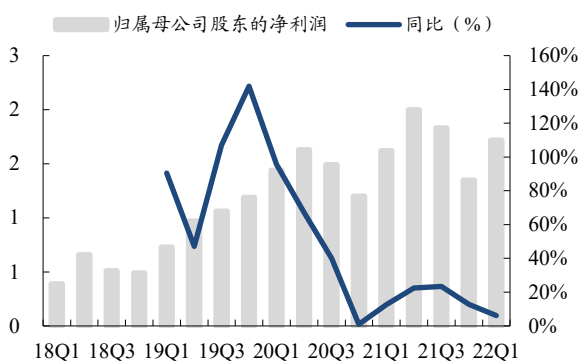
风险提示：行业政策变动，新业务进展不及预期。

图41：新媒股份收入（左轴）及同比增速（单位：亿元）



数据来源：wind，东吴证券研究所

图42：新媒股份归母净利润（左轴）及增速（单位：亿元）

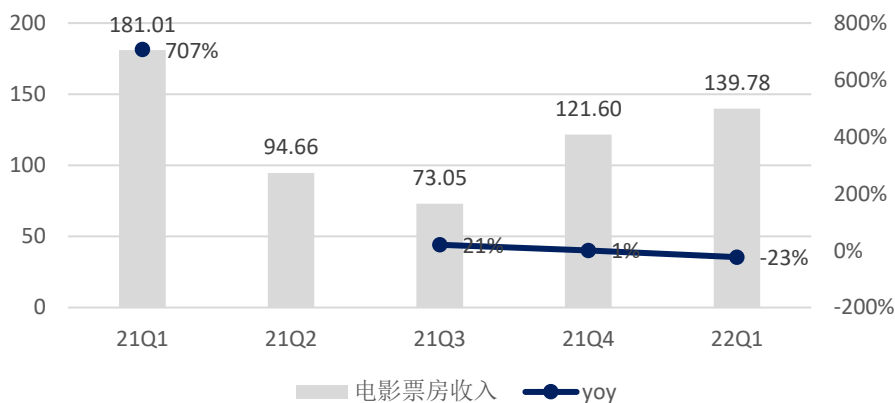


数据来源：wind，东吴证券研究所

5. 影视院线：线下渠道经营受限，期待 22 年内容表现

一季度疫情反复再次对电影行业造成冲击，22Q1 收入再次出现下滑，22Q1 全国实现总票房 139.78 亿元（含服务费），同比下降 23%，部分优质电影制作公司，如光线传媒实现了收入的逆势增长。

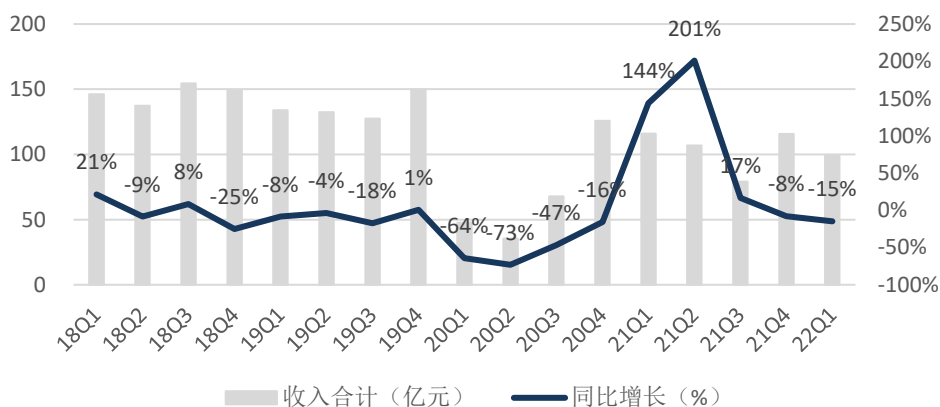
图43：2021Q1 至今含服务费电影票房收入（单位：亿元）



数据来源：wind，东吴证券研究所。注：20Q2 电影票房收入较低，故不显示增速。

上市公司层面，21Q4/22Q1 影视院线行业实现收入 115.6/98.9 亿元，同比增速分别为 -8%/-15%，22Q1 受到国内疫情反复影响，特别是华东地区疫情影响较大，影视院线行业出现了阶段性下滑，影视剧行业因项目储备及销售节奏差异而有所分化，在 21 家上市公司中，8 家公司收入实现逆势上涨。

图44：2018Q1 至今影视院线行业季度收入及同比增速



数据来源：wind，东吴证券研究所

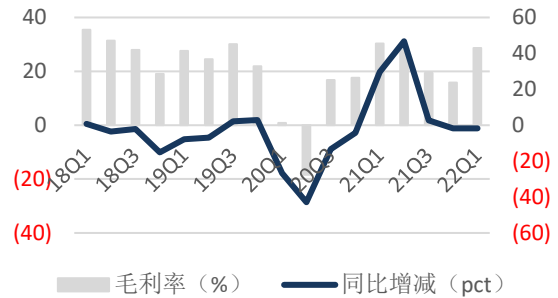
21Q4/22Q1 影视行业总毛利额分别为 18.3/28.3 亿元，同比增速分别为-17%/-20%，毛利率为 15.9%/28.6%，分别同比变动-1.7pct/-1.8pct。

图45: 2018Q1 至今影视院线行业毛利



数据来源: wind, 东吴证券研究所

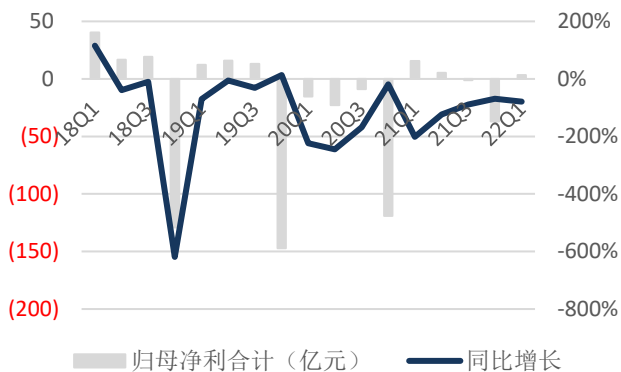
图46: 影视行业毛利率（左轴）及同比增减（右轴）



数据来源: wind, 东吴证券研究所

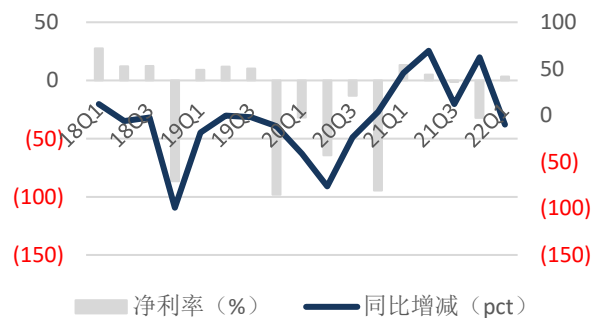
21Q4/22Q1 影视行业归母净利润总额分别为-37.0/3.3 亿元，同比-69%/-79%，销售净利率分别为-32.0%/3.4%，分别同比变动+62.4pct/-10.0pct。

图47: 2018Q1 至今影视院线归母净利润及同比增速



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图48: 影视院线净利率（左轴）及同比增减



数据来源: wind, 东吴证券研究所

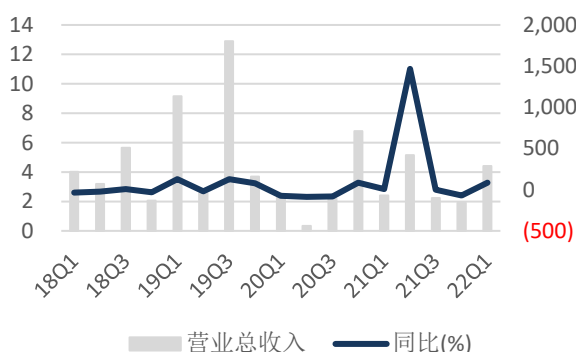
主要上市公司层面:

光线传媒 21Q1-22Q1 收入增速分别为 5.98%/1467.03%/0.55%/-72.04%/83.94%。2022 年已上映的《狙击手》/《以年为单位的恋爱》票房分别超过 6 亿元/2 亿元，推动 2022Q1

收入显著提升,持续验证公司在中低成本、中小体量电影方面的高成功率和 high 投资回报,公司获取项目的能力、对项目的判断力、对项目风险的控制力持续提升。2022 年公司预计上映电影 17 部(大部分为公司主投主控项目),相比 2021 年的 8 部明显提升,其中动画电影上映数量可能创造历年之最,2022 年该板块收入有望实现显著提升。看好 2022 年经营效率持续提升,考虑到公司 2022 年电影项目储备丰富,收入结构呈现优化趋势,维持“买入”评级。

风险提示:宏观经济波动风险,监管加严风险,新项目不及预期风险。

图49: 2018Q1 至今光线传媒收入及同比增速(亿元)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图50: 2018Q1 至今光线传媒归母净利润(亿元)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

华策影视公司 21Q1-22Q1 收入增速分别为 83.86%/131.02%/-3.27%/-54.37%/-66.38%，2021 年公司共获得 16 个电视剧的发行许可证，年内共开机电视剧 14 部 573 集，比 2020 年同期减少 114 集。2022Q1 由于剧集确认较少以及下游视频行业走弱，短期业务收入有所下滑，Q2-Q4 随着储备项目逐渐上线，业绩有望回归正常区间。

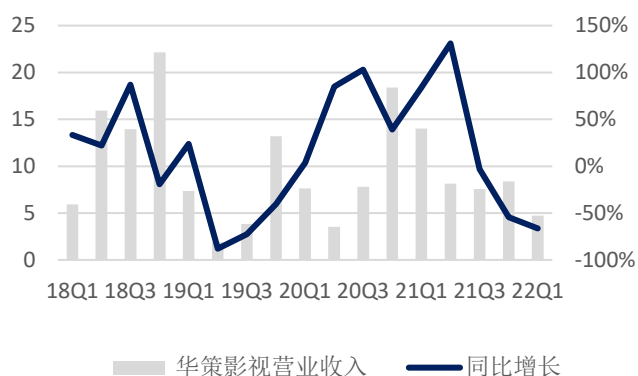
2021 年公司在海外影视剧版权售价、部分电视剧海外发行和国际传播上均实现新的突破，长期看随着公司在海外电视剧行业影响力逐步提升，出海作品有望持续量价齐升，为业绩贡献显著增量。公司电影业务也取得突破，2021 年主投主控的《刺杀小说家》票房超过 10 亿大关，也是近年来海外同步上映规模最大的华语影片。2021 年内处于后期制作中的电影《如果有一天我将会离开你》、《寻秦记》等或有望于 2022 年释放业绩。

此外，2021 年公司完成了版权创业公司的组织和业务整合，已成为国内影视永久版权库体量领先的企业，并基于近 3 万集的版权资源探索更多变现可能。公司也基于丰富 IP 储备开始布局元宇宙，公司将在虚拟人、数字藏品领域持续探索 IP 多元变现模式，新业务模式对 IP 资产的价值重估将带来公司数字资产的大幅升值，从而带来长期丰厚的盈利回报。考虑到公司虽然短期电视剧业务承压，但长期新业务进展较为顺利，维持

“买入”评级。

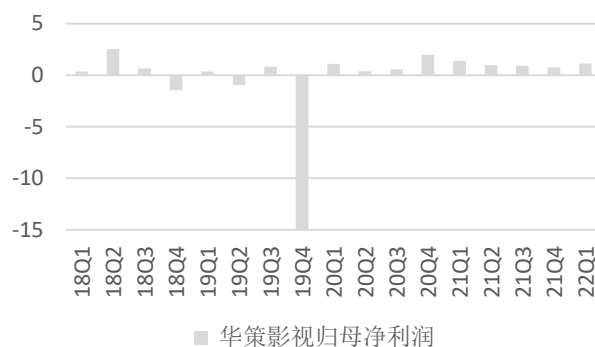
风险提示：宏观经济波动风险，政策监管风险，视频平台内容采购收紧风险，新业务发展不及预期风险。

图51：2018Q1 至今华策影视收入及同比增速（亿元）



数据来源：wind，东吴证券研究所

图52：2018Q1 至今华策影视归母净利润（亿元）

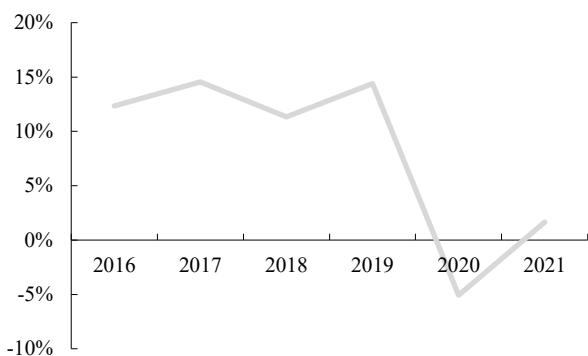


数据来源：wind，东吴证券研究所

6. 出版报刊：教育出版保持稳健，大众图书受到疫情影响

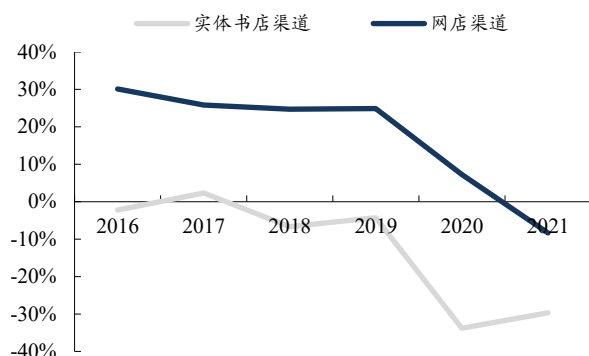
行业层面，2021 年中国图书零售市场码洋 986.8 亿，同比上升 1.65%，但相比 2019 年，仍下滑 3.51%，未恢复至疫情前水平。2022Q1，受疫情影响，全国图书零售市场整体规模再度转为负增长，同比下降 13.28%，其中实体店渠道同比下降 29.7%；网店渠道首次出现负增长，同比下降 8.34%。

图53：大众图书零售增速



数据来源：开卷图书，东吴证券研究所

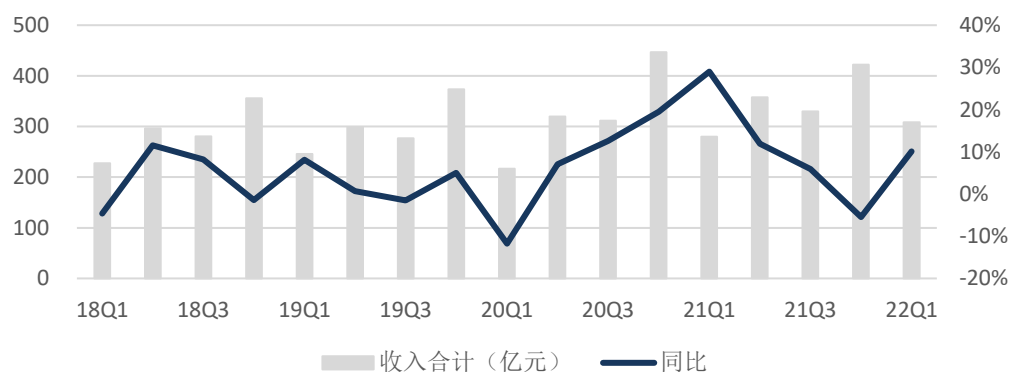
图54：大众图书线上线下零售渠道增速



数据来源：开卷图书，东吴证券研究所

上市公司层面，2021Q4/2022Q1 出版报刊行业实现收入 422/308 亿元，同比增速分别为-5%/10%。22Q1 行业收入超 2019Q1、2021Q1 水平，显示出版行业上市公司收入角度已经恢复至疫情前水平。

图55：出版行业季度收入及同比增速



数据来源：wind，东吴证券研究所

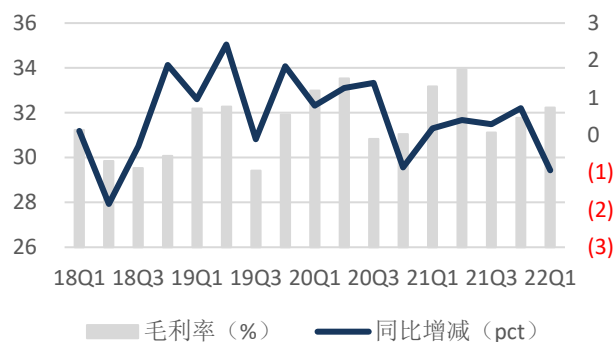
行业毛利率基本延续稳定，2021Q4/2022Q1 出版行业整体毛利额 134/99 亿元，同比变动-3%/7%；毛利率分别为 31.8%/32.2%，同比变动分别为 0.7pct/-0.9pct。

图56: 出版行业毛利及同比增长



数据来源: wind, 东吴证券研究所

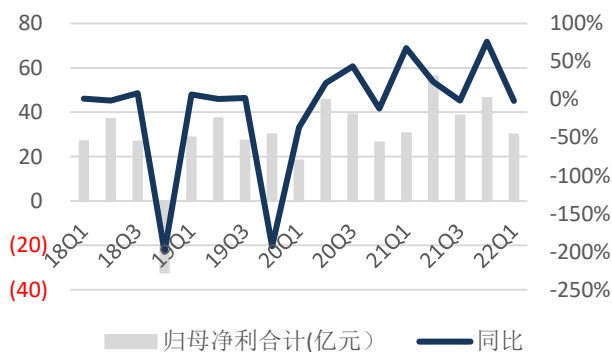
图57: 出版行业毛利率（左轴）及同比增减（右轴）



数据来源: wind, 东吴证券研究所

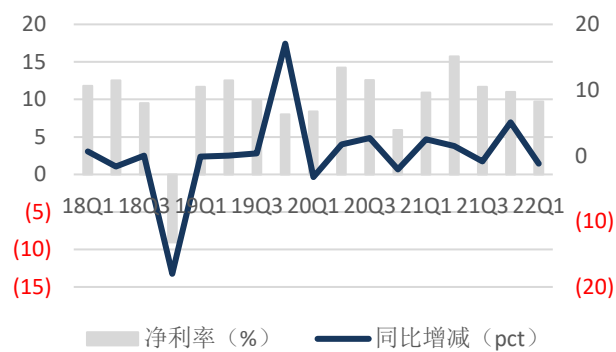
2021Q4/2022Q1 行业归母净利 46/30 亿元，同比变动 76%/-2%。2021Q4/2022Q1 行业净利率为 11.0%/9.7%，同比变动分别为+5.1pct/-1.2pct。

图58: 出版行业归母净利润及同比增长



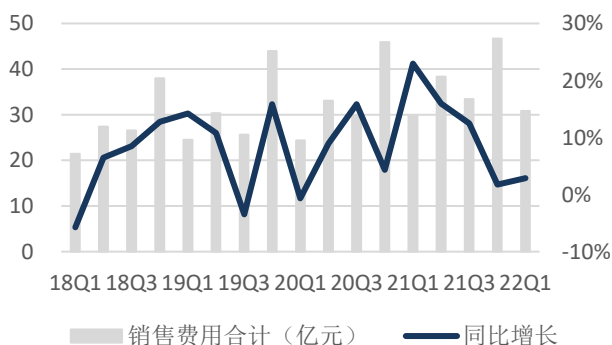
数据来源: wind, 东吴证券研究所

图59: 出版行业净利率（左轴）及同比增减（右轴）



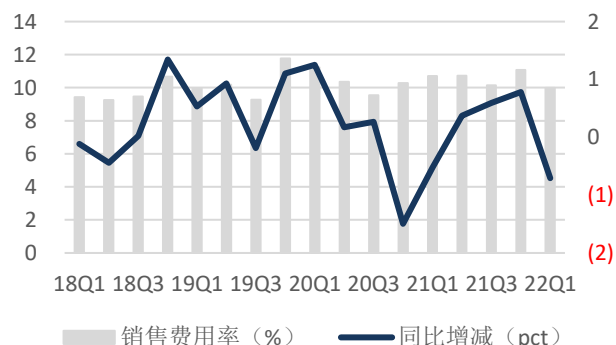
数据来源: wind, 东吴证券研究所

图60: 出版行业销售费用及同比增长



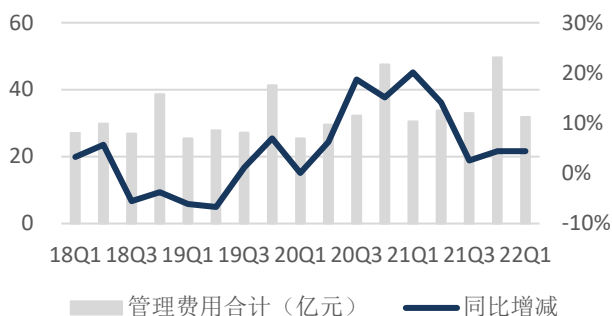
数据来源: wind, 东吴证券研究所

图61: 出版行业销售费用率（左轴）及同比增减（右轴）



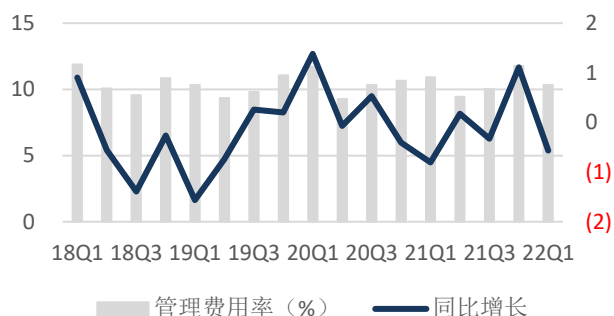
数据来源: wind, 东吴证券研究所

图62: 出版行业管理费用及同比增长



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图63: 出版行业管理费用率(左轴)及同比增减(右轴)

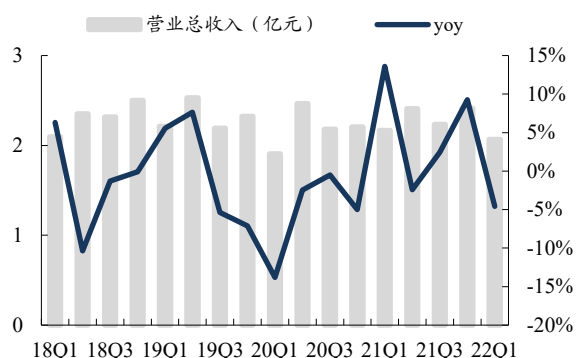


数据来源: wind, 东吴证券研究所

大众出版上市公司受疫情影响相对教育出版更大:

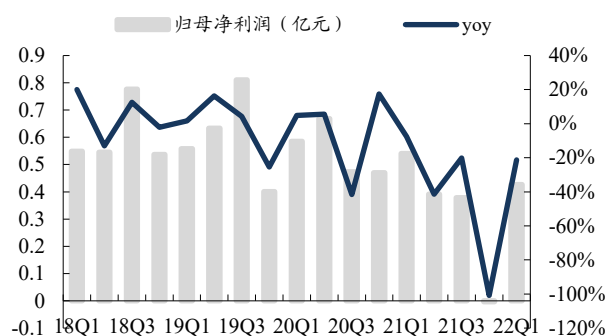
新经典: 2021 年公司实现营收 9.2 亿元, yoy+5.2%, 归母净利润 1.3 亿元, yoy-40.5%, 扣非利润 1.2 亿元, yoy-33.5%, 其中, 自有版权营收 7.33 亿元, yoy+3.7%, 营收占比 79.5%。分品类看, 文学营收 4.5 亿元, yoy+12.67%, 营收占比 49%, 毛利率 50.69%, 少儿营收 2.1 亿元, yoy-11.18%。2021 年公司海外业务营收 0.68 亿元, yoy+44%。2022Q1 公司实现营收 2.1 亿元, yoy-4.56%, 归母净利润 0.43 亿元, yoy-21.2%, 扣非利润 0.38 亿元, yoy-26.8%, 业绩有所下滑主要受 3 月全国多点散发疫情致物流发货减少。

图64: 新经典季度收入(左轴, 亿元)及同比增速



数据来源: wind, 东吴证券研究所

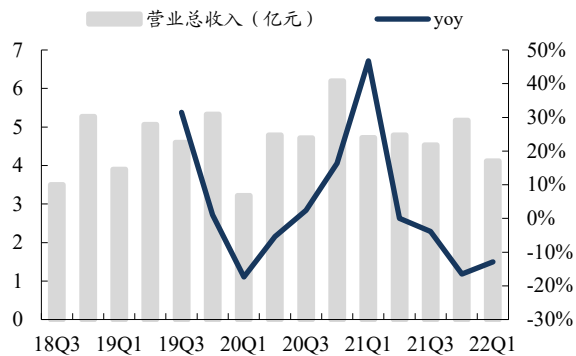
图65: 新经典季度归母净利润(左轴, 亿元)及同比增速



数据来源: wind, 东吴证券研究所

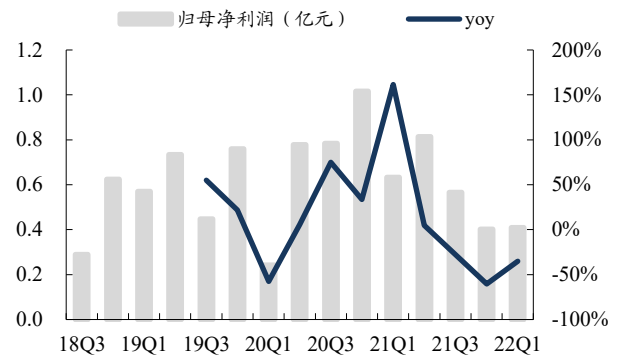
中信出版：2021 年公司实现营业总收入 19.22 亿，yoy+1.6%，实现归母净利润 2.42 亿，yoy-14.35%。公司 2022Q1 实现营收 4.12 亿元，yoy-12.91%，实现归母净利润 0.41 亿元，yoy-35.24%，实现扣非归母净利润 0.33 亿元，同比下降 43.25%。2022Q1 全国多点散发疫情对公司供应链端影响较大，致一季度业绩承压。

图66：中信出版季度收入(左轴)及增速（单位：亿元）



数据来源：wind，东吴证券研究所

图67：中信出版归母净利润(左轴)及增速（单位：亿元）



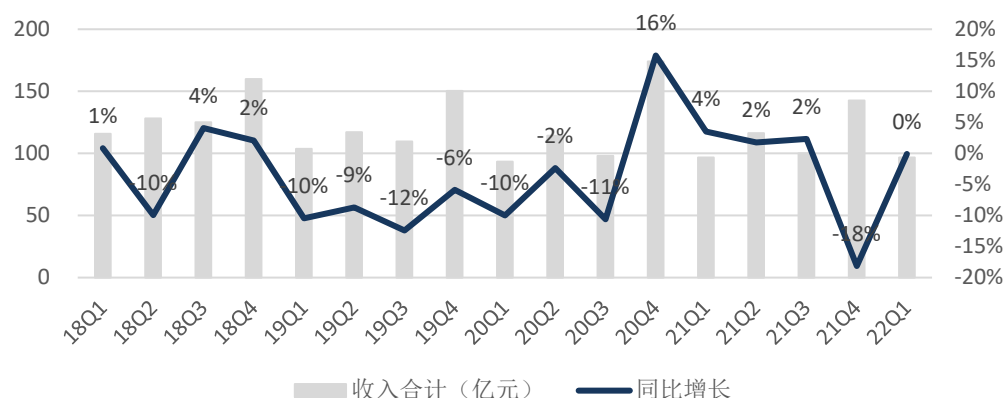
数据来源：wind，东吴证券研究所

7. 广电：Q1 利润有所恢复，整合升级驱动行业增长

广电行业 21Q4/22Q1 实现收入 142.6/96.6 亿元，同比变动分别为-18%/0%，归母净利润分别为 10.1/3.6 亿，同比变动分别为-282%/55%。

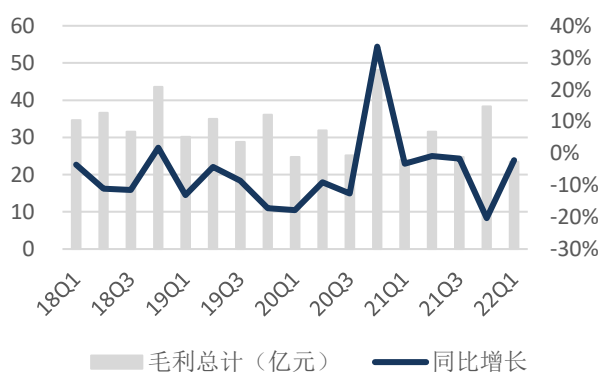
疫情后行业得到一定程度恢复，展望 2022 年，广电行业将继续聚焦全国有线电视网络整合和广电 5G 建设一体化，围绕“融合发展、改革深化”，全面实施广电 5G 正式商用。全国有线电视网络整合和广电 5G 建设相关业务落地将带来新增量。

图68：广电行业季度收入（左轴）及同比增速



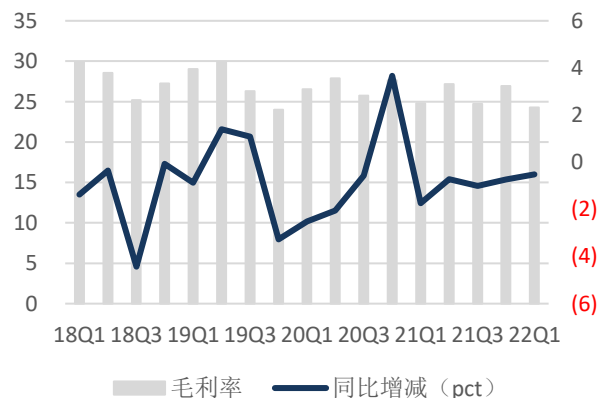
数据来源：wind，东吴证券研究所

图69：广电行业毛利额（左轴）及同比增速



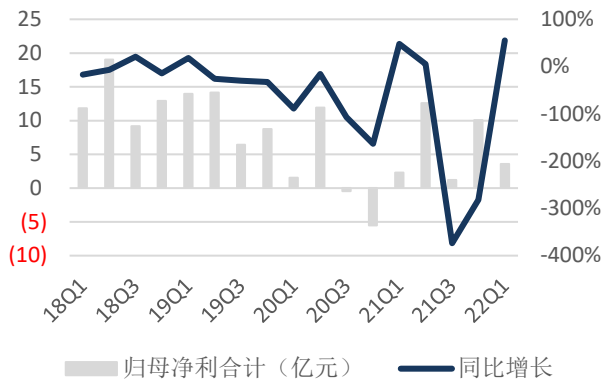
数据来源：wind，东吴证券研究所

图70：广电行业毛利率（左轴）及同比增减（右轴）



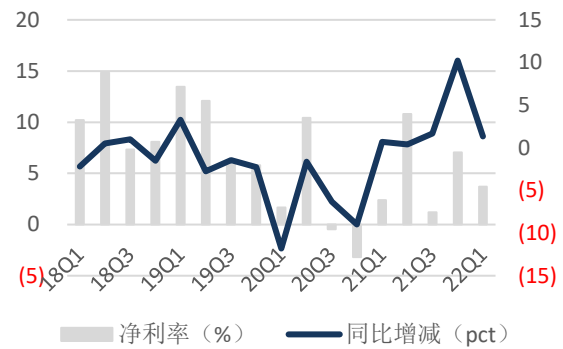
数据来源：wind，东吴证券研究所

图71: 广电行业归母净利润(左轴)及同比增速



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图72: 广电行业净利率(左轴)及同比增减(右轴)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

8. 附录：行业分类

本文行业分类是在申银万国行业分类（2021）基础上进行了调整，剔除了 ST 及*ST 上市公司，具体分类如下：

表1：本研究中的细分行业分类

行业分类	证券代码	证券简称	行业分类	证券代码	证券简称	行业分类	证券代码	证券简称
游戏 II	002168.SZ	惠程科技	广告营销	000607.SZ	华媒控股	出版	000529.SZ	广弘控股
	002174.SZ	游族网络		000676.SZ	智度股份		000719.SZ	中原传媒
	002354.SZ	天娱数科		002027.SZ	分众传媒		000793.SZ	华闻集团
	002425.SZ	凯撒文化		002103.SZ	广博股份		002181.SZ	粤传媒
	002517.SZ	恺英网络		002131.SZ	利欧股份		300364.SZ	中文在线
	002555.SZ	三七互娱		002137.SZ	实益达		300654.SZ	世纪天鸿
	002558.SZ	巨人网络		002247.SZ	聚力文化		300788.SZ	中信出版
	002602.SZ	世纪华通		002291.SZ	星期六		301025.SZ	读客文化
	002605.SZ	姚记科技		002400.SZ	省广集团		301052.SZ	果麦文化
	002624.SZ	完美世界		002591.SZ	恒大高新		600229.SH	城市传媒
	300002.SZ	神州泰岳		002712.SZ	思美传媒		600373.SH	中文传媒
	300031.SZ	宝通科技		002995.SZ	天地在线		600551.SH	时代出版
	300043.SZ	星辉娱乐		300058.SZ	蓝色光标		600757.SH	长江传媒
	300052.SZ	中青宝		300061.SZ	旗天科技		600825.SH	新华传媒
	300113.SZ	顺网科技		300063.SZ	天龙集团		601019.SH	山东出版
	300148.SZ	天舟文化		300242.SZ	佳云科技		601098.SH	中南传媒
	300299.SZ	富春股份		300280.SZ	紫天科技		601801.SH	皖新传媒
	300315.SZ	掌趣科技		300343.SZ	联创股份		601811.SH	新华文轩
	300418.SZ	昆仑万维		300392.SZ	腾信股份		601858.SH	中国科传
	300459.SZ	汤姆猫		300612.SZ	宣亚国际		601900.SH	南方传媒
	300467.SZ	迅游科技		300781.SZ	因赛集团		601921.SH	浙版传媒
	300494.SZ	盛天网络		300805.SZ	电声股份		601928.SH	凤凰传媒
	300518.SZ	盛讯达		301102.SZ	兆讯传媒		601949.SH	中国出版
	300533.SZ	冰川网络		600088.SH	中视传媒		601999.SH	出版传媒
	600633.SH	浙数文化		600358.SH	国旅联合		603096.SH	新经典
	600892.SH	大晟文化		600556.SH	天下秀		603230.SH	内蒙新华
	603258.SH	电魂网络		600986.SH	浙文互联		603999.SH	读者传媒
	603444.SH	吉比特		603598.SH	引力传媒		605577.SH	龙版传媒
影视院线	600715.SH	文投控股	数字媒体	603825.SH	华扬联众	电视广播 II	000156.SZ	华数传媒
	000892.SZ	欢瑞世纪		605168.SH	三人行		000665.SZ	湖北广电
	002292.SZ	奥飞娱乐		000681.SZ	视觉中国		000917.SZ	电广传媒
	002343.SZ	慈文传媒		002095.SZ	生意宝		002238.SZ	天威视讯
	002502.SZ	鼎龙文化		300295.SZ	三六五网		600037.SH	歌华有线
	002699.SZ	美盛文化		300413.SZ	芒果超媒		600637.SH	东方明珠
	002739.SZ	万达电影		300785.SZ	值得买		600831.SH	广电网络
	002905.SZ	金逸影视		300987.SZ	川网传媒		600936.SH	广西广电

300027.SZ	华谊兄弟		600228.SH	返利科技		600959.SH	江苏有线
300133.SZ	华策影视		600640.SH	新国脉		600996.SH	贵广网络
300182.SZ	捷成股份		603000.SH	人民网		601929.SH	吉视传媒
300251.SZ	光线传媒		603466.SH	风语筑			
300291.SZ	华录百纳		603533.SH	掌阅科技			
300426.SZ	唐德影视		603888.SH	新华网			
300528.SZ	幸福蓝海		300770.SZ	新媒股份			
600052.SH	东望时代						
600576.SH	祥源文化						
600977.SH	中国电影						
601595.SH	上海电影						
603103.SH	横店影视						
603721.SH	中广天择						

数据来源：wind，东吴证券研究所

9. 风险提示

政策监管风险：行业受政策影响较大，当前行业监管趋严，若政策出现超预期变化，将对行业造成影响；

行业竞争超预期：若行业竞争格局恶化，将给行业内上市公司业绩带来不确定性；

产品适销风险：传媒行业属创意产业，产品市场销售具有不确定性；

市场系统性风险等。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>