新时代证券-研究所晨报（20201222）

● 总量研究

策略研究：牛市的阶段和形态

A 股历史上大级别的牛市（2005-2007、2013-2015）大多是不断加速上涨的，2020 年上证综指涨幅为 11.3%，却小于 2019 年 22.3%的涨幅。这背后反映 A 股投资者生态正在变得越来越成熟，目前的牛市依然处在第二阶段（理性阶段），尚未进入牛市第三阶段（疯狂阶段）。过去 5 个月指数涨幅震荡，恰恰也是因为现在还处在牛市第二阶段。基于对股市增量资金和盈利趋势的判断，我们认为 2021 年依然是牛市的格局。

● 行业研究

传媒行业：文娱消费从数字内容到玩具产品，泡泡玛特将将 IP 落到 Z 世代线下场景

Z 世代新消费助力潮玩市场快速增长，产业逻辑清晰行业公司机会明确。根据弗若斯特沙利文报告，中国潮玩市场规模 2015 年-2019 年复合年增长率达 34.6%，未来中国有望成为全球潮玩消费的核心市场之一。潮玩盲盒产业链体系完善，实现 IP 孵化+IP 变现+IP 循环。泡泡玛特竞争壁垒稳固，先发优势明显，成长空间大。

● 公司研究

分众传媒：2020Q4 净利同比增长 222%-300%，新周期内营收净利有望再创新高

事件：2020 年 12 月 17 日，公司发布 2020 年业绩预告，预计 2020 年归母净利润 38.6-42.6 亿元，同比增长 105.84%-127.17%；2020 年第四季度归母净利润 16.58-20.58 亿元，同比增长 221.91%-299.59%。2020 年四季度业绩表现亮眼，创近两年最佳。公司发布第二期员工持股计划，充分提振骨干员工信心。广告市场持续回温，10 月广告市场花费同增。

盈利预测评级：我们预计公司 2020/2021/2022 年归母净利润分别为 40.33 亿、55.59 亿和 66.94 亿；当前股价对应 PE 分别为 37.5、27.2、22.6 倍。

科达股份：浙文互联成为公司新控股股东，多维度赋能数字营销未来发展

事件：公司控股股东变更为浙文互联，变更名称，调整管理层 2020 年 9 月 20 日，公司披露公告，浙文互联拟通过协议转让+定增认购的方式获得公司实际控制权。浙文互联成为公司控股股东，国资入股混改提速。

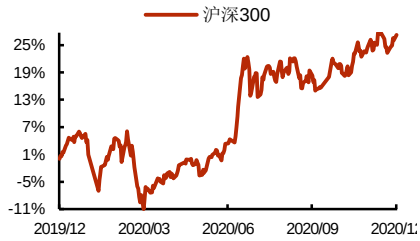
盈利预测评级：我们预计公司公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.03、0.04 和 0.04 元，对应 PE 分别为 48.8、35.6 和 31.3 倍，维持“中性”评级。

风险提示：房地产市场超预期下行，美股剧烈波动。

樊继拓（分析师）
021-68865595
fanjituo@xsdzq.cn
证书编号：S0280518040001

吕卓阳（联系人）
证书编号：S0280120060010

大盘走势图



行业涨跌幅（日度）

涨跌幅前五		涨跌幅后五	
电气设备	5.83%	房地产	-0.42%
国防军工	3.51%	银行	-0.35%
汽车	3.41%	家用电器	-0.34%
休闲服务	3.21%	建筑装饰	-0.17%
有色金属	2.74%	交通运输	0.03%

相关报告

《牛市的阶段和形态》2020-12-20

《文娱消费从数字内容到玩具产品，泡泡玛特将将 IP 落到 Z 世代线下场景》2020-12-16

《分众传媒 2020 年业绩预增超 100%，手游全年同比增长 32.61%出海收入破千亿元》2020-12-20

《浙文互联成为公司新控股股东，多维度赋能数字营销未来发展》2020-12-20

内容目录

1、 总量研究 3
1.1、 策略研究：牛市的阶段和形态 3
2、 行业研究 4
2.1、 传媒行业：文娱消费从数字内容到玩具产品，泡泡玛特将将 IP 落到 Z 世代线下场景 4
3、 公司研究 5
3.1、 分众传媒：2020Q4 净利同比增长 222%-300%，新周期内营收净利有望再创新高 5
3.2、 科达股份：浙文互联成为公司新控股股东，多维度赋能数字营销未来发展 5

1、 总量研究

1.1、 策略研究：牛市的阶段和形态

A 股历史上大级别的牛市（2005-2007、2013-2015）大多是不断加速上涨的，2020 年上证综指涨幅为 11.3%，却小于 2019 年 22.3%的涨幅。这背后反映 A 股投资者生态正在变得越来越成熟，目前的牛市依然处在第二阶段（理性阶段），尚未进入牛市第三阶段（疯狂阶段）。过去 5 个月指数涨幅震荡，恰恰也是因为现在还处在牛市第二阶段。基于对股市增量资金和盈利趋势的判断，我们认为 2021 年依然是牛市的格局。

（1）牛市的三阶段。投资界前辈葛卫东曾经说过：“我们的判断是基于事实和数据这两个基本维度，但我们参与的这场游戏，却是在情绪的第三维和梦想的第四维上展开的。”股市 5-10 年长期趋势核心是盈利，但是 1-2 年内，往往恐惧和贪婪、情绪和梦想会主导市场。基于此，我们经验上认为，股市的牛市大概可以分为三个阶段。

第一个阶段是恐慌的消失：此时市场逐渐走出熊市中的恐惧，虽然盈利尚未改善，但未来的盈利预测已经开始稳定，各板块估值便宜，大量配置型资金回补仓位，股市估值快速修复。

第二个阶段是理性阶段：此时经济和盈利进入持续稳定的改善期，股市对盈利边际变化逐步反映，跟随盈利上涨。

第三个阶段是疯狂阶段：此时股市迎来大量增量资金，股市进入梦想和情绪主导的阶段，股市估值的抬升速度远快于盈利。

（2）美股牛市的形态。这三个阶段在美股上非常明显，美股牛市中一般第一阶段和第三阶段上涨速度更快，因为有估值抬升的因素，而在第二个阶段，由于是盈利边际变化推动，相对来说，速度更慢。这一形态在美股中经常出现，1980-2000 年长达 20 年的大牛市、2003-2007 年的小牛市和 2009-2020 年这一尚未完成的牛市中，美股都表现出这一波动规律。

（3）A 股牛市的形态。由于投资者结构和经济发展阶段的不同，A 股历史上牛市的波动规律和美股完全不同。2005-2007 年和 2014-2015 年，A 股的牛市都是不断加速的过程，上涨的初期最慢，中期开始加速，末期的速度甚至会更快。

但是，2020 年相比 2019 年，A 股上涨速度并没有加快。2019 年和 2020 年（截止 12 月 18 日），上证综指涨幅分别为 22.3%和 11.3%，万得全 A 涨幅分别为 33%和 22.3%，2020 年年度涨幅相比 2019 年明显更小。考虑到 2020 年公募权益型基金大幅放量，2020 年股市资金格局较好，出现上涨速度放慢和 A 股历史波动规律有很大的差异。

（4）短期策略判断：震荡得比我们预期得更久，但最终方向选择依然是向上。7 月中以来，股市多空力量非常均衡，主要买入力量是新发行的公募和私募基金，主要卖出力量是大股东减持、IPO 和再融资和部分承受不住震荡的交易性投资者。我们认为，由于经济持续改善，存量资金的筹码是比较稳固的，增量的资金流入的速度有可能在未来的 1 个季度内加强，由此指数往上的突破。

风险提示：房地产市场超预期下行，美股剧烈波动。

2、 行业研究

2.1、 传媒行业：文娱消费从数字内容到玩具产品，泡泡玛特将将 IP 落到 Z 世代线下场景

Z 世代新消费助力潮玩市场快速增长，产业逻辑清晰行业公司机会明确。根据弗若斯特沙利文报告，中国潮玩市场规模 2015 年-2019 年复合年增长率达 34.6%，未来中国有望成为全球潮玩消费的核心市场之一。Z 世代年轻人消费能力强并且更加愿意为爱好付费，95%以上的潮流玩具消费者是 15 至 40 岁的中青年，约 50%为 Z 世代。从大的文化产业来看，我们认为盲盒潮玩的流行具有时代的大背景，一是人均可支配收入的持续增长，尤其城市青少年持续增长的消费能力；二是 Z 世代新青年多元的文化产品需求，尤其是对国潮和小众文化的偏好；三是我国文化版权保护的持续推进和技术发展，使得已有的 IP 产品和设计师的权益能够得到保护。我们认为，当下潮玩盲盒仍处于早期阶段，产业仍有多元的商业模式可探索，IP 的内容公司及潮玩盲盒的产业公司均会受益。

潮玩盲盒产业链体系完善，实现 IP 孵化+IP 变现+IP 循环。潮玩盲盒产业链主要包括三个环节：上游 IP 打造及产品设计生产，中游销售，下游二次交易及改装。体系化的产业链赋予盲盒专业性、可复制性，丰富的下游交易及改装市场保障了存量盲盒的活跃与流通。

泡泡玛特：潮玩行业领导者，围绕 IP 构建潮玩王国。泡泡玛特为中国盲盒潮流领导者，自 2016 年推出首款盲盒《MOLLY 星座系列》产品后发展迅速。此后连续塑造爆款潮玩 IP，2019 年泡泡玛特市场份额占据中国潮流玩具零售市场首位，成为中国近年最大且收益增长最快的潮流玩具公司。泡泡玛特极大地将 IP 文娱产品从线上数字拓展到线下场景。

泡泡玛特竞争壁垒稳固，先发优势明显，成长空间大。1.从 IP 角度看，泡泡玛特已成功塑造多个 IP，拥有专业、优质的艺术家资源及内部设计团队，具备持续打造爆款 IP 的能力。2.从营销角度看，泡泡玛特宣传素材可爱精致，充分吸引消费者，营销推广丰富，提升用户黏性，保持 IP 曝光度。3.从供应链、渠道看，泡泡玛特线下覆盖我国大部分省市，线上渠道丰富，线上线下全方位覆盖，先发优势显著。4.从用户角度看，泡泡玛特已形成粉丝群体，截至 2020H1，已拥有约 360 万名注册会员，粉丝粘性强活跃度高。5.展望海外市场，泡泡玛特持续推进海外战略，2020H1 收益占比 2.53%，海外线下店持续扩张。

投资机会：看好 Z 世代新消费背景下潮玩盲盒市场持续增长，受益标的包括泡泡玛特、奥飞娱乐等盲盒标的，及腾讯控股等产业链的 IP 内容公司。潮玩盲盒受益标的：领先的潮玩盲盒泡泡玛特，具有稀缺儿童 IP 不断拓展游戏等盲盒的奥飞娱乐；产业链条上，具有稀缺内容及产品的公司，具有众多游戏及影视内容 IP 的腾讯控股，具有众多知名游戏 IP 且不断拓展文创产品的网易，具有众多动画电影储备和 IP 产品的光线传媒，具有优质影视 IP 及线下场景的万达电影。

风险提示：头部潮玩 IP 吸引力下降，新 IP 孵化不及预期，海外运营不及预期，渠道拓展不及预期等。

3、 公司研究

3.1、 分众传媒：2020Q4 净利同比增长 222%-300%，新周期内营收净利有望再创新高

事件：2020 年 12 月 17 日，公司发布 2020 年业绩预告，预计 2020 年归母净利润 38.6-42.6 亿元，同比增长 105.84%-127.17%；2020 年第四季度归母净利润 16.58-20.58 亿元，同比增长 221.91%-299.59%。2020 年 12 月 14 日，公司披露第二期员工持股计划，总人数不超过 200 人，合计不超过 770 万股，占公司总股本的 0.05%，受让价格为 0 元/股。

2020 年四季度业绩表现亮眼，创近两年最佳。根据业绩预告，2020 年四季度公司实现归母净利润 16.58-20.58 亿元，同比增长 221.91%-299.59%。创下 2018 年三季度以来最佳。疫情背景下 2020 年上半年广告市场需求有所下滑，但同时也使得市场竞争环境大幅改善。随着国内宏观经济的整体回暖，新消费品赛道高速增长，分众打造多个爆款案例，提高客户认同度，整体刊挂率不断提升，带来业绩快速反弹。

公司发布第二期员工持股计划，充分提振骨干员工信心。本次员工持股计划参加总人数不超过 200 人，其中 196 人为公司、子公司关键岗位和技术（业务）核心人员。本次员工持股计划股份来源为公司此前已回购股票，合计不超过 770 万股，约占公司总股本的 0.05%，受让价格为 0 元/股，充分激励核心骨干，提振员工信心。

广告市场持续回温，10 月广告市场花费同增和环增迎来双增长。CTR 数据显示，2020 年 10 月广告市场持续回温，全媒体广告花费同比增长 10.1%，环比增长 5.8%。其中梯媒表现出色，电梯 LCD 广告花费同比增长 41.3%，电梯海报广告花费同比增长 43.9%。行业方面，食品、IT 产品及服务高速增长，10 月份在电梯 LCD 的广告花费分别同比增长 168.8%、114.8%。公司作为品牌服务方，将持续受益于新消费行业高景气。

盈利预测、估值与评级：我们预计公司 2020/2021/2022 年归母净利润分别为 40.33 亿、55.59 亿和 66.94 亿；当前股价对应 PE 分别为 37.5、27.2、22.6 倍。

风险提示：行业竞争加剧风险，宏观经济导致广告行业不景气等风险。

3.2、 科达股份：浙文互联成为公司新控股股东，多维度赋能数字营销未来发展

事件：公司控股股东变更为浙文互联，变更名称，调整管理层。2020 年 9 月 20 日，公司披露公告，浙文互联拟通过协议转让+定增认购的方式获得公司实际控制权，其中协议转让 8000 万股，转让价款 6.4 亿元；非公开发行 3.73 亿股，总金额 15 亿元。交易完成后，浙文互联持有上市公司 4.53 亿股，占总股本的 26.69%，成为控股股东。12 月 10 日，公司发布公告拟变更名称为“浙文互联集团股份有限公司”12 月 16 日，公司完成董事会补选及管理层任命，进一步完善治理结构。

浙文互联成为公司控股股东，国资入股混改提速。浙文互联各合伙人代表的投资人包括浙文投、杭州临安区国资等，具有国资背景的浙文互联成为公司控股股东，一方面为公司未来发展提供资金支持，通过非公开发行拟投项目实施，进一步推动公司提升数字化技术升级、打造全方位的智慧营销生态平台、优化公司治理结构，从而提高公司核心竞争力。另一方面，浙文互联成为上市公司的控股股东后，有助

于上市公司与浙文互联拥有的产业资源、资本资源进行进一步的合作，发挥与公司未来业务发展的协同效应，促进公司长期战略发展。

非公开发行加码智能营销及短视频营销，同时显著改善公司财务状况。公司主营业务为数字营销，为网络服务、汽车、电商、快速消费品等行业客户提供一体化营销服务。本次非公开发行募集资金 15 亿元，3.03 亿元投入智能营销中台项目，提升公司数据计算和处理能力，实现营销的智能化和数据化，提升公司整体运营效率；7.68 亿投入短视频智慧营销生态平台项目，整合营销资源，拓展业务边界，深化短视频创意营销生态体系；同时募集资金中 4.29 亿元用于偿还银行借款及补充流动资金，将显著优化公司资产负债结构，降低公司财务费用，改善盈利水平，并补充营运资金，满足业务需求。

盈利预测、估值与评级：我们预计 2020/2021/2022 年净利润分别为 0.73/2.95/3.97 亿元，当前股价对应 PE 分别为 78.3/19.4/14.4 倍。维持“推荐”评级。

风险提示：募投项目进展不及预期，数字营销竞争加剧，商誉减值等。

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，新时代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、竞争性因素以及新时代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

樊继拓，新时代证券策略首席分析师，6 年宏观策略研究经验，先后就职于期货公司和券商研究所，2017 年水晶球策略团队公募组第一核心成员，2018 第一财经年度最佳新人奖。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：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。

新时代证券公司评级体系：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

新时代证券股份有限公司经中国证券监督委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）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。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，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。新时代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。

新时代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。新时代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新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代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，但新时代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。新时代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，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代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。

新时代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。新时代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新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，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，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	**郝颖销售总监**	
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn	
上海	**吕莜琪销售总监**	
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn	
广深	**吴林蔓销售总监**	
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn	

联系我们

新时代证券股份有限公司研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼　　邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼　　邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼　　邮编：518046

公司网址：http://www.xsdzq.cn/