开源证券

左手成长性，右手顺周期

传媒互联网行业2021年度投资策略

姓名 方光照（分析师）

证书编号：S0790520030004

邮箱：fangguangzhao@kysec.cn

姓名 余倩莹（联系人）

证书编号：S0790120040010

邮箱：yuqianying@kysec.cn

2020年12月05日

核心观点

1. 业绩估值底部再出发，沿“成长性”和“顺周期”两条主线把握投资机会

复盘2020年A股传媒板块，年底估值回到全年底部区域，前三季度业绩处于触底反弹阶段；疫情影响下，2020年子板块业绩分化明显，视频、游戏为代表的线上娱乐受益，电影、体育为代表的线下娱乐受损；展望2021年，成长性板块将延续成长性，而疫情受损行业顺周期修复正在进行时。

2. 成长性主线：视频加速货币化，游戏蛰伏中育新机

长视频：芒果TV和哔哩哔哩通过“内容壁垒+高用户粘性”构建护城河，推出短剧及创新剧极致用户体验，开创剧场形式及营造社区化氛围提升用户粘性；且左手内容出圈，从下沉市场突破用户增长瓶颈，右手探索直播、电商等货币化新模式，商业模式不断验证，有望不断缩小与“腾爱优”用户及收入差距，加速向一线平台进军。

短视频：从用户规模和时长来看，商业化基础已夯实，直播电商或成为重要变现路径；两大平台龙头抖音、快手通过加大限制外链力度，培育自身电商闭环决心日益坚定，直播电商将拉动其广告及佣金收入增长，且基于品牌运营的角度，抖音和快手也为直播电商产业链中的代运营服务商和MCN带来重要机遇。

游戏：头部游戏近期密集上线虽短期推升买量成本，但带来的增量用户效应不可忽视，叠加A股部分游戏公司储备的精品游戏后续上线，或驱动新一轮行业增长；近期调整后，游戏公司估值再次具备提升空间，蛰伏中建议布局。

核心观点

3. 顺周期主线：梯媒、电影、体育，“否极泰来”

梯媒：疫情对广告投放造成一定影响，但随着疫情缓解和经济活动恢复，广告投放强势修复，其中电梯电视和电梯海报增长最为强势；这轮顺周期修复中，在线教育、新兴消费品牌及新能源汽车广告主的投放花费明显增加，而由于消费品公司往往较互联网公司具有更长的生命周期，因此新兴消费品牌的崛起有望改善梯媒广告主结构，从更长维度看，或弱化梯媒的周期属性，强化其成长属性。

电影：人们观影意愿提升和新片上映的正反馈，或驱动票房逐季提升，行业顺周期复苏持续；而疫情带来影院出清及银幕增速放缓，有望改善头部院线盈利能力。

体育：2021年开始多项体育大赛陆续举行，将拉动以赛事为核心的竞技体育产业链收益，其中的中游营销传播相关公司业绩弹性或更大，而估值修复或早于业绩修复，受益标的往往在大赛前夕获得明显超额收益。

4. 重点推荐及受益标的

成长性主线重点推荐**芒果超媒、值得买、壹网壹创、元隆雅图、姚记科技、完美世界**，受益标的包括**哔哩哔哩、蓝色光标、华扬联众、腾讯控股、网易、吉比特、三七互娱**；顺周期主线受益标的包括**分众传媒、万达电影、华谊兄弟、光线传媒、中国电影、上海电影、横店影视、金逸影视、当代文体、视觉中国、中体产业**。

5. 风险提示：疫情的发展及对线上线下娱乐时长的影响仍存在不确定性；视频平台格局变迁受到多方面因素影响；体育大赛后续能否举行仍不确定。

目 录

CONTENTS

1 全年复盘：估值回年内底部，整体业绩触底反弹，疫情影响下，细分板块分化明显

2 成长性主线：视频加速货币化，游戏蛰伏中育新机

3 顺周期主线：梯媒、电影、体育，“否极泰来”

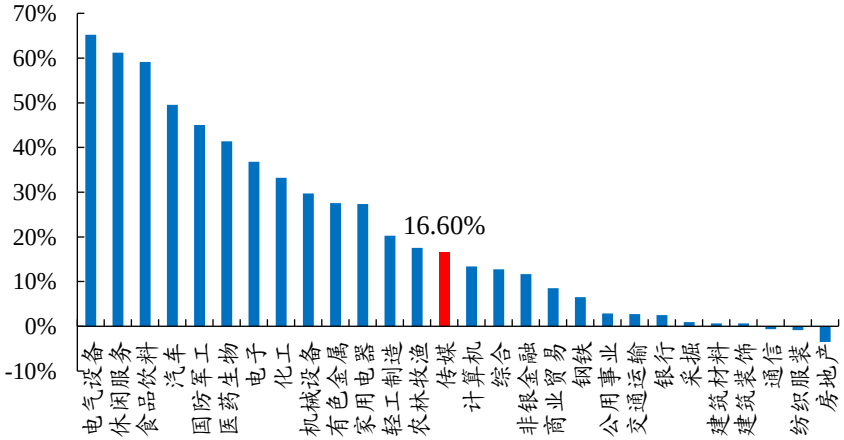
4 风险提示

1 估值回年内底部，整体业绩触底反弹，疫情影响下，细分板块分化明显

截至2020年12月1日，一级传媒指数上涨16.60%，位列28个一级行业内的第14位，相当于中位数水平；在TMT四个子行业中，传媒行业涨幅低于电子，高于计算机、通信。

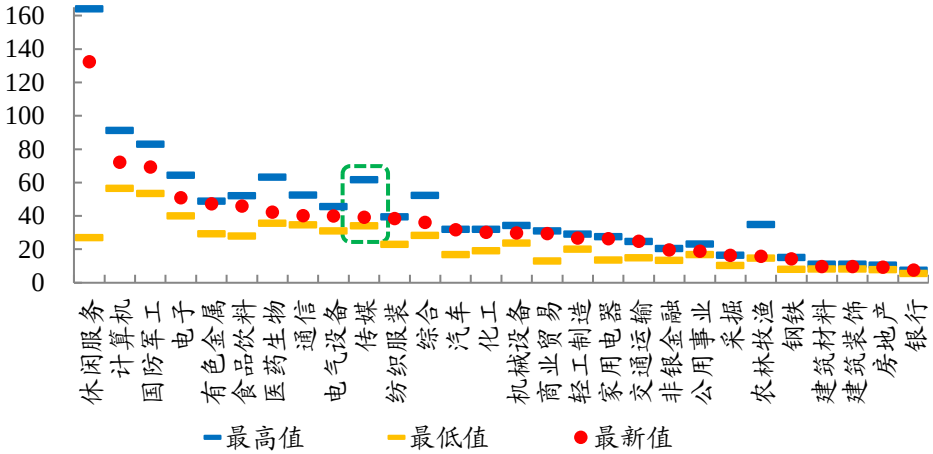
估值水平：当前位于2020年内底部。2020年1月1日至2020年12月1日，一级传媒行业的PE（TTM）位于34-62倍之间。2020年12月1日，其PE（TTM）为39倍，处于2020年以来的底部区域，低于同为TMT行业中的计算机行业和通信行业，为28个一级行业中的第10位。

图1：2020年至今，一级传媒指数上涨16.60%



数据来源：Wind、开源证券研究所（截至2020年12月1日）

图2：一级传媒行业的PE（TTM）目前位于2020年以来的底部区域

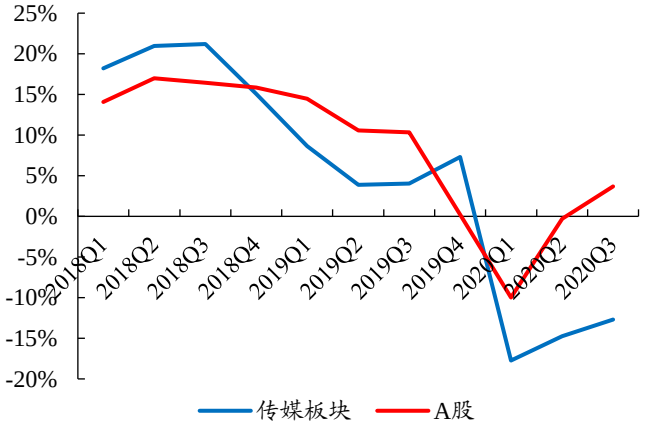


数据来源：Wind、开源证券研究所（最新值日期：2020年12月1日）

1 估值回年内底部，整体业绩触底反弹，疫情影响下，细分板块分化明显

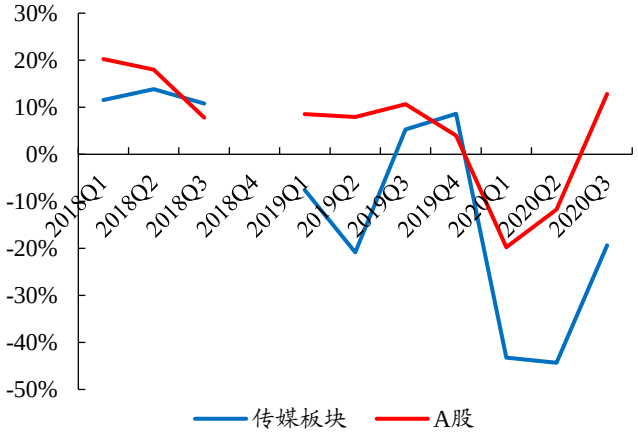
整体业绩：弱于A股整体，营业收入和扣非后归母净利润的同比增速均位于2018年来低位，但逐季改善。2020年前三季度，传媒板块单季度营业收入和扣非后归母净利润的同比增速均低于A股整体，但增速逐季提升。营业收入的同比增速由2020Q1的-17.74%提升至2020Q3的-12.71%，扣非后归母净利润的增速由Q1的-44.29%提升至Q3的-19.36%，体现出疫情对传媒行业整体业绩的负面影响正逐步消散，业绩体现出顺周期修复的特征。

图3：传媒板块单季度营业收入同比增速或处于底部区域



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：传媒板块单季度扣非后归母净利润同比增速或已触底反弹



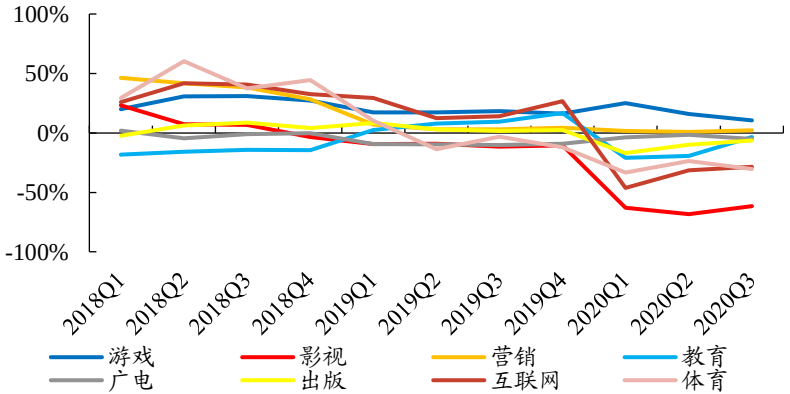
数据来源：Wind、开源证券研究所（注：2018Q4传媒板块大规模商誉减值，因此扣非后归母净利润不具备可比性，在此剔除）

1 估值回年内底部，整体业绩触底反弹，疫情影响下，细分板块分化明显

细分板块来看，游戏、营销板块营业收入保持增长势头，影视板块受疫情影响最为明显。2020年前三季度，受疫情影响，影视板块营业收入延续了2019年的下降趋势，且同比降幅进一步扩大。体育板块自2019Q2起单季度营业收入均同比负增长；互联网、出版和教育板块虽单季度营业收入同比下降，但从2020Q1至Q3，同比降幅收窄的趋势更明显。

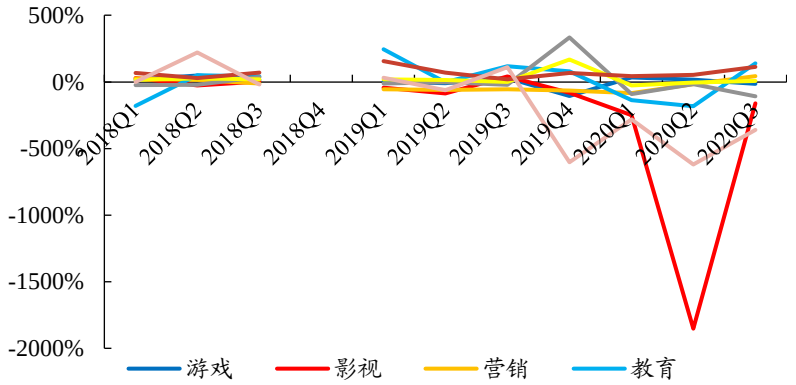
从细分板块扣非后归母净利润表现来看：2020年仅互联网板块连续三个季度保持同比增长，而教育和营销板块同比增速在Q3回正。互联网板块扣非后归母净利润呈加速增长态势，主要由芒果超媒贡献。影视板块和体育板块受疫情影响，2020Q1至Q3单季度扣非后归母净利润均同比负增长。出版、教育和营销板块的扣非后归母净利润逐步恢复正常水平。

图5：2020年，游戏板块营收持续增长，影视板块受疫情影响最严重



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：2020年至今，影视板块和体育板块的扣非后归母净利润均为同比负增长



数据来源：Wind、开源证券研究所（注：2018Q4传媒板块大规模商誉减值，因此扣非后归母净利润不具备可比性，在此剔除）

目 录
CONTENTS

1 全年复盘：估值回年内底部，整体业绩触底反弹，疫情影响下，细分板块分化明显

2 成长性主线：视频加速货币化，游戏蛰伏中育新机

3 顺周期主线：梯媒、电影、体育，“否极泰来”

4 风险提示

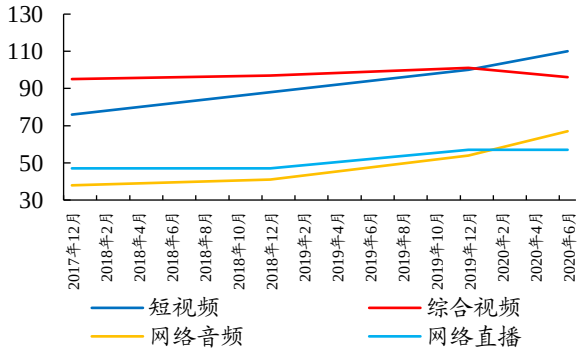
2.1 长视频： 芒果TV、哔哩哔哩商业模式持续验证，加速向一线迈进

2.1.1、 芒果TV、哔哩哔哩与“腾爱优”用户及收入差距不断缩小

长视频用户规模面临增长瓶颈，或已步入存量博弈阶段。我们认为，在新兴娱乐方式不断涌现的行业背景下，长视频行业或已步入存量竞争阶段，丰富优质的内容资源、独树一帜的平台调性、全面开花的商业化模式等或成为竞争制胜关键。

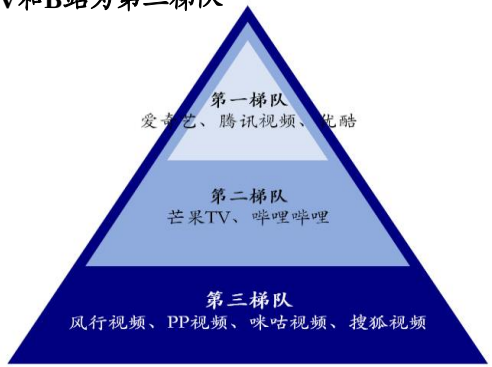
高歌猛进的芒果TV与哔哩哔哩，加快向一线视频平台迈进。根据QuestMobile数据，2020年长视频行业中，芒果TV和哔哩哔哩处于第二梯队，用户渗透率为12%，较2018年底提升3pcts，与第一梯队“腾爱优”的用户规模差距逐步缩小。

图7：短视频用户时长呈持续上升趋势，长视频用户时长下降



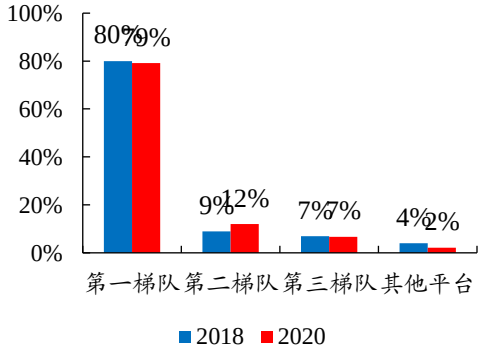
数据来源：QuestMobile、开源证券研究所

图8：2020年“腾爱优”为视频平台第一梯队，芒果TV和B站为第二梯队



数据来源：QuestMobile、开源证券研究所

图9：2020年第二梯队视频网站用户渗透率较2018年提升3pcts



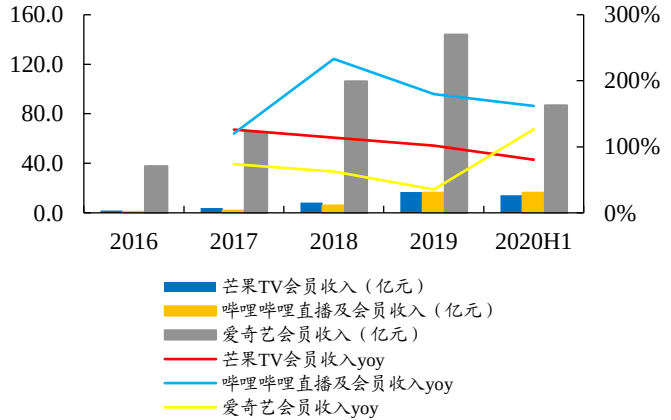
数据来源：QuestMobile、开源证券研究所

2.1 长视频： 芒果TV、哔哩哔哩商业模式持续验证，加速向一线迈进

2.1.1、 芒果TV、哔哩哔哩与“腾爱优”用户及收入差距不断缩小

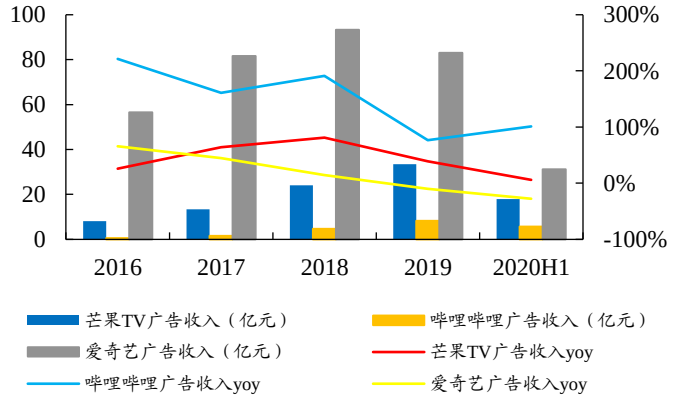
芒果TV与哔哩哔哩的广告收入增速亦高于爱奇艺。芒果TV和哔哩哔哩由于独特的内容调性，逐渐成为用户消费剧集综艺和国创日番等内容的必选平台，也日益成为广告主吸引年轻女性用户和“Z世代”用户必投的平台，其会员收入和广告收入持续高增长，尤其2017年以来广告收入增速均高于爱奇艺，与后者的整体收入差距加快缩小。

图10：芒果TV和哔哩哔哩会员收入保持高增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图11：芒果TV和哔哩哔哩广告收入增速高于爱奇艺



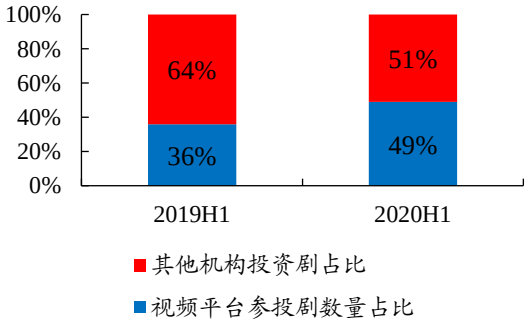
数据来源：公司公告、开源证券研究所

2.1.2、“内容壁垒+高用户粘性”构建护城河

精品内容为吸引用户关键，平台自制能力逐步加强。精品内容是构建视频平台品牌价值的核心，也是提升平台用户活跃度、用户粘性及付费用户的主要驱动力，视频平台通过增加自制投入加强对于内容的把控。

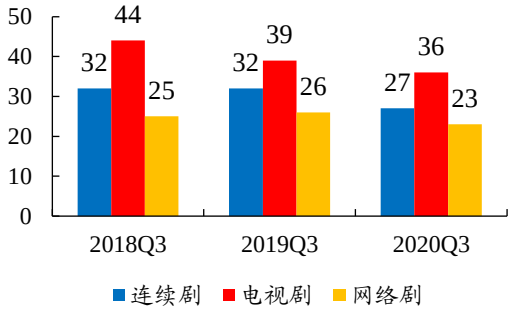
短剧及创新剧成为新趋势，极致用户体验。政策和观众对精品化剧集的需求驱动短剧逐渐崛起，《传闻中的陈芊芊》、《龙岭迷窟》、《我是余欢水》等短剧口碑、收视双丰收，快节奏、强情节的短剧或成为新剧主流。此外，平台不断探索互动剧、竖屏剧、迷你剧等创新剧形式，以适应观众观影习惯、增强观众交互体验。

图12：2020H1视频平台参投剧数量占比为49%，同比提升13pcts



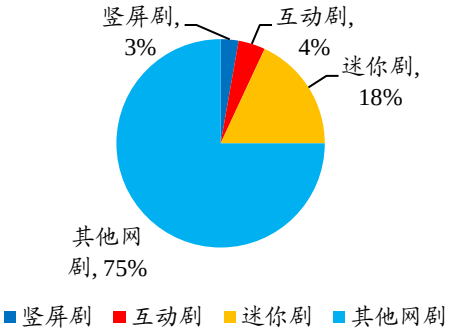
数据来源：艺恩数据、开源证券研究所

图13：2020Q3上新剧的集数整体缩减



数据来源：云合数据、开源证券研究所

图14：2020年1-6月网剧中创新剧占比为25%

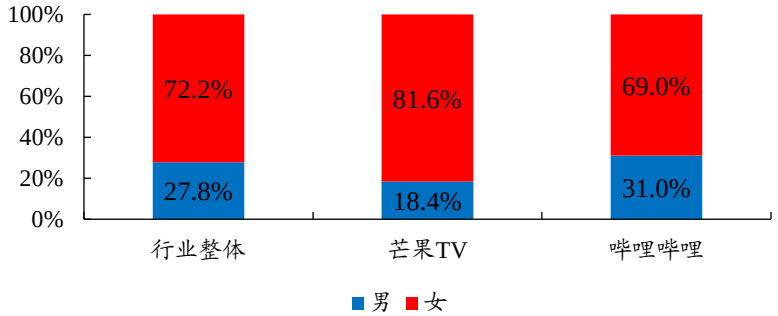


数据来源：艺恩数据、开源证券研究所

2.1.2、“内容壁垒+高用户粘性”构建护城河

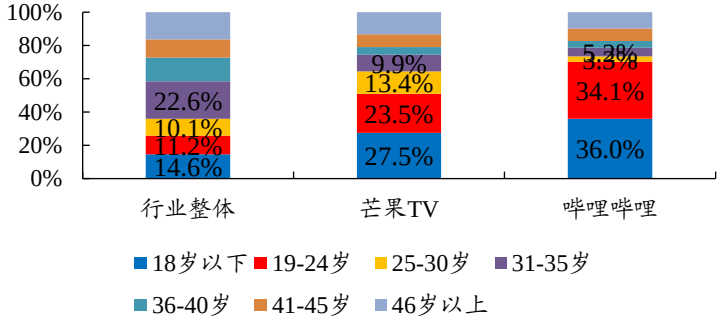
差异化内容奠定平台调性，剧场形式及社区化氛围提升粘性。腾讯视频内容多元全面，覆盖都市爱情、武侠江湖、古装历史、罪案谍战等品类；爱奇艺聚焦悬疑及爱情；芒果TV的甜宠剧集深受用户青睐，王牌综艺市场领先；哔哩哔哩主打日番和国创二次元内容。平台通过差异化内容沉淀了独特的用户画像，并通过用户运营提升目标用户黏性。如爱奇艺推出“迷雾剧场”，通过精品悬疑短剧，打开剧场模式的品牌化局面，并提高用户的持续付费意愿；哔哩哔哩通过UP主与用户紧密链接构成以兴趣为导向的内容生态网络，社区粘性十足。

图15：芒果TV和哔哩哔哩通过差异化内容沉淀了独特的用户性别画像（2020.06）



数据来源：QuestMobile、开源证券研究所

图16：芒果TV和哔哩哔哩通过差异化内容沉淀了独特的用户年龄画像（2020.06）

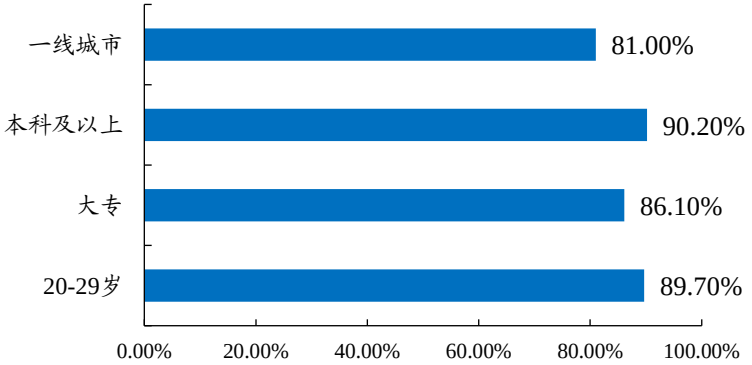


数据来源： QuestMobile、开源证券研究所

2.1.3、“出圈+货币化”兑现业绩高成长

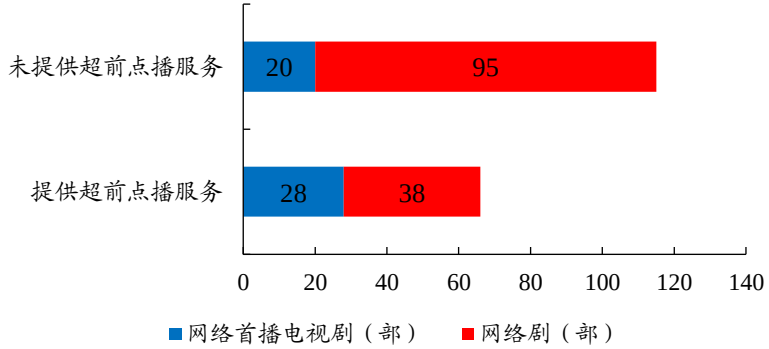
内容出圈突破增长瓶颈，下沉市场存金矿。1）丰富内容品类，突破原有受众画像。2）下沉市场为用户增长提供广阔空间。**通过会员提价、超前点播和付费观看等深挖用户付费价值。**我们认为，目前，主流视频平台会员价格较内容成本而言过低，随着爱奇艺会员费率先提价，各视频网站有望跟进提价，行业平均ARPPU有望提高。此外，会员超前点播和付费观看也成为了视频网站新的盈利增长点，视频网站通过异化内容供给形式，能够精准的满足不同用户的观看需求，并通过多层次付费体系提升用户付费收入。

图17：长视频的90后、高学历、一线城市用户占比相对较高



数据来源：中国网络视听节目服务协会、开源证券研究所

图18：2020年1-8月，58%的网络首播电视剧和29%的网络剧提供超前点播服务

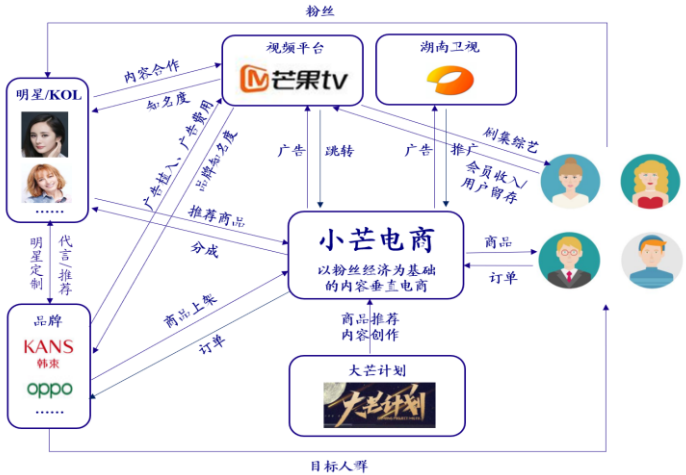


数据来源：国家广播电视总局、开源证券研究所

2.1.3、“出圈+货币化”兑现业绩高成长

视频平台在会员及广告两种变现方式之外寻求直播、电商等货币化新模式。芒果TV推出小芒电商，有望实现“IP+KOL+品牌”催化反应，并充分挖掘粉丝经济价值。B站持续加码直播业务，有望将百万 UP 主作为天然主播池，带来直播业务收入质变。我们认为，芒果TV、哔哩哔哩持续探索“会员费+广告”的传统商业模式之外的第二增长曲线，寻找平台调性与商业变现的新平衡点，而电商、直播等变现模式与平台调性、壁垒协同度较高，因此商业模式有望更加多元和成熟，用户增长和业绩增长的引擎动力更足。

图19：小芒电商有望实现“IP+KOL+品牌”催化反应



数据来源：韩束、OPPO、芒果TV、开源证券研究所

图20：B站持续加码直播业务



数据来源：哔哩哔哩、开源证券研究所

2.1.4、 重点推荐芒果超媒，受益标的包括哔哩哔哩

（1）芒果超媒（300413.SZ）：持续巩固内容自制优势，新赛道拓宽成长空间

全媒体融合发展，构建生态护城河。我们看好公司突出的内容制作能力从综艺复刻至剧集，并通过小芒电商、芒果季风、芒果学院、实景娱乐等抢占新赛道，不断丰富商业模式，打开增长新空间，公司将成为全球独特的融媒体集团。我们预测公司2020/2021/2022年归母净利润分别为18.32/21.80/25.66亿元，对应EPS分别为1.03/1.22/1.44元，当前股价对应PE分别为66/55/47倍，维持“买入”评级。

筑牢内容自制壁垒，发力内容电商业务，拓宽芒果生态护城河。公司储备有《暗恋橘生淮南》、《掌中之物》等优质剧集和《超级学徒》、《明星大侦探6》、《朋友请听好2》等精品综艺。我们认为，公司剧集产能持续放量，并启动“芒果季风计划”，打造首个网台联播周播短剧剧场，剧集有望接力精品综艺实现内容出圈，推动会员数持续较快增长并提升ARPPU；打造基于长视频内容的“小芒”垂直电商，升级“大芒计划2.0”培养顶尖PGC制作人，开启名侦剧本杀主题店探索线下实景娱乐，商业模式引领行业。

阿里创投或成第二大股东，多业务协同可期。我们认为，若公司成功引入阿里创投作为战略投资者，一方面，有利于公司强化与优酷双联播合作模式，共享内容资源，丰富内容产品层次，进一步实现用户出圈，增加会员和广告收入。另一方面，有利于公司依托阿里巴巴电商供应链优势，助力“小芒电商”业务和公司内容电商战略推进，提升变现能力，业绩有望持续高增长。

2.1.4、 重点推荐芒果超媒，受益标的包括哔哩哔哩

（2）哔哩哔哩（BILI.O）

以内容吸引用户，以社区留住用户，“破圈”持续深化。公司自成立之初就深耕二次元内容，从硬核番剧到轻度国创突破第一层用户增长瓶颈；拓宽内容分区，加速泛娱乐化布局，突破从泛二次元用户向年轻视频用户的第二层用户增长瓶颈；通过千人千面内容推荐，全面提升下沉市场渗透率，并不断出圈，拓宽用户年龄范围，突破第三层用户增长瓶颈。在用户规模持续增长的同时，公司通过UP主+用户形成良性循环，打造年轻文化社区，提升用户粘性。随着跨年晚会等活动的举办，用户规模有望迎来新突破。

从游戏到“广告、直播、大会员”全面发力，商业化持续推进。（1）游戏方面，已成为二次元游戏的必选代理发行渠道，随着《原神》、《明日方舟》等主流二次元游戏的持续放量和《刀剑神域黑衣剑士：王牌》、《心罪爱丽丝》、《糖豆人：终极淘汰赛》手游等储备游戏上线，有望贡献亮眼业绩。（2）广告方面，随着广告主和品牌广告类型不断丰富，广告位和广告填充率提高，每用户广告价值有望提升；随着以整合营销模式为代表的全站广告资源打通，有望充分发挥UP主商单价值。（3）直播方面，坐拥天然主播池，各分区UP主有望成为明星主播带动粉丝打赏。（4）大会员方面，随着付费内容从番剧拓展到国创、剧集、综艺、电影，付费率和ARPPU有望持续提升。

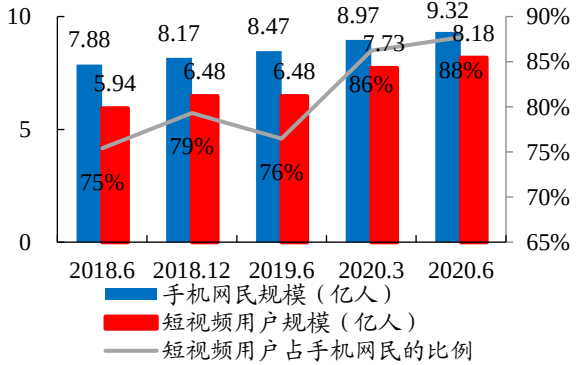
2.2 短视频：资本或助推抖音、快手商业化加快，直播电商成重要路径

2.2.1、 短视频商业化基础已夯实

从用户规模和时长来看，短视频已成为互联网重要应用，为其商业化奠定坚实基础。2020年6月我国短视频用户规模达8.18亿人，渗透率88%。同时，2020年6月短视频类应用用户单日使用时长达110分钟，晋升为互联网应用第一大“时间杀器”。

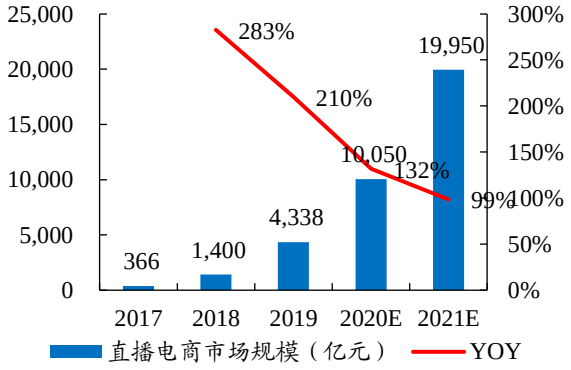
直播电商或成为短视频平台变现的重要路径，亦有望扩大短视频广告收入规模。2020年直播电商市场规模有望超万亿，2021年直播电商GMV占电商总GMV的比例有望达14.3%，直播电商逐渐成为主流的线上销售方式。预计2021年电商类广告及短视频广告收入占互联网广告的比例或从2018年的42.2%提高至2021年的50.7%，成为最主流的互联网广告形式。

图21：2020年6月短视频用户占手机网民的比例达88%



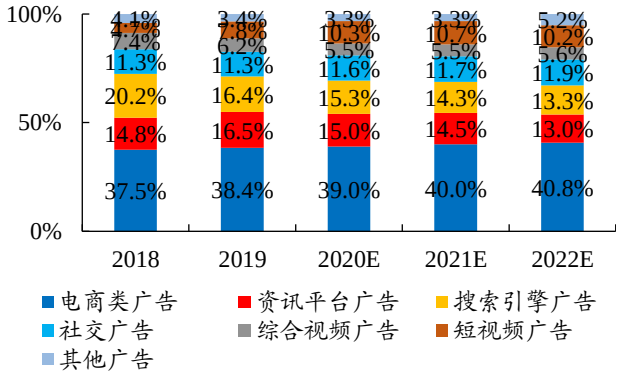
数据来源：QuestMobile、开源证券研究所

图22：2021年直播电商市场规模或近两万亿



数据来源：阿里研究院、毕马威、开源证券研究所

图23：电商和短视频广告收入占互联网广告的比例或逐步提升



数据来源： QuestMobile、开源证券研究所

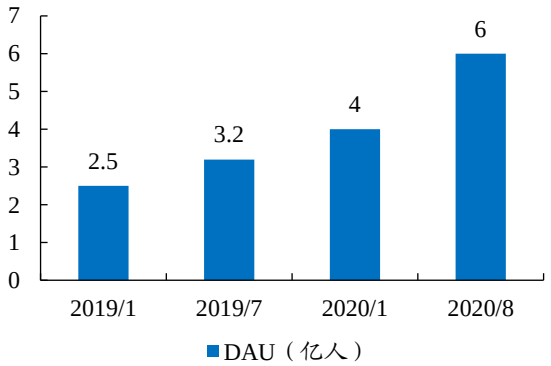
2.2 短视频：资本或助推抖音、快手商业化加快，直播电商成重要路径

2.2.2、 抖音、快手挟流量优势，电商闭环日渐成形

抖音和快手作为短视频平台两大龙头，高用户规模奠定流量优势，用户粘性也在增强。快手旗下App和小程序合计DAU在2年内从1亿快速增长至3亿以上；而抖音的流量增长曲线更为陡峭，从2019年1月至2020年8月，抖音和抖音火山版合计DAU从2.5亿增至6亿。我们认为，DAU/MAU比例提升意味着用户粘性和活跃度提升，更有利于平台引导用户至直播电商等变现模式中。

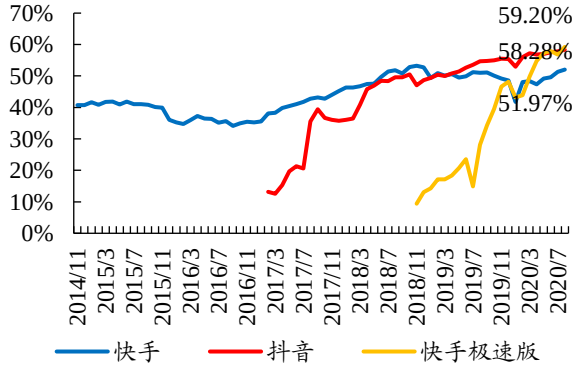
加大限制外链力度，抖音、快手培育自身电商闭环决心日益坚定。10月9日抖音直播开始实施针对增量的“断外链”，而快手电商对淘宝的依赖性也在降低，抖音、快手打造电商闭环也将催生直播电商产业链新机会，如代运营、Saas服务等。

图24：2020年8月抖音及抖音火山版DAU达6亿



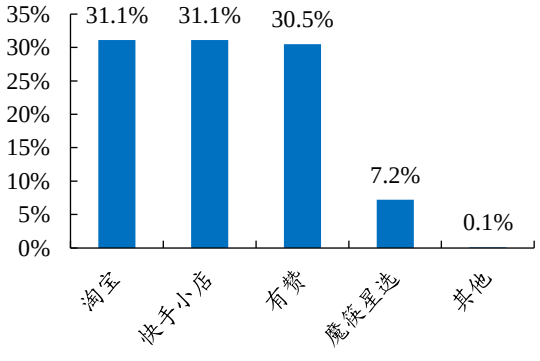
数据来源：抖音短视频官方微博、开源证券研究所（DAU包含抖音和抖音火山版）

图25：快手和抖音旗下应用“DAU/MAU”呈上升趋势



数据来源：QuestMobile、开源证券研究所

图26：2020年国庆期间淘宝、快手小店、有赞平台占快手直播带货GMV的比例各约31%



数据来源：QuestMobile、开源证券研究所

2.2 短视频：资本或助推抖音、快手商业化加快，直播电商成重要路径

2.2.3、 新消费品牌崛起，抖音、快手直播电商为代运营、MCN创造新机遇

消费者需求细化和猎奇心理，叠加直播电商的直观展示效果，驱动细分领域新消费品牌崛起。细分品类新品牌直击线上年轻人消费需求、潜在客户或与直播电商主流用户一致，拉动销售额增长。

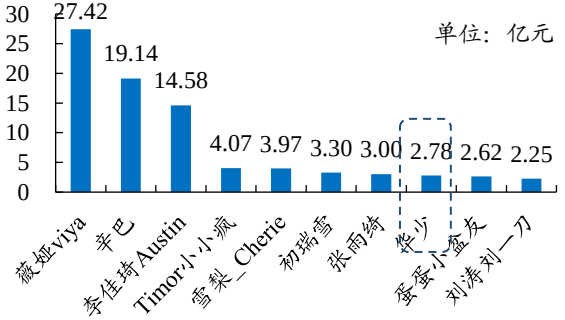
抖音和快手或更适合以营销为主的代运营服务商，头部MCN或进一步深入参与供应链并与品牌方携手共进。目前多家A股营销公司已在快手或抖音有所建树。长期来看，抖音和快手为代表的短视频平台有望成为品牌投放的重点，其中的代运营龙头或在具有营销优势的服务商中诞生。2020年60%以上的MCN机构计划重点布局抖音、快手、哔哩哔哩，短视频平台已逐渐取代传统营销渠道。借助“短视频+直播”形式，MCN或取得更有效带货成果。

图27：2020年“双11”期间多个细分领域的新消费品牌夺得销售额榜首



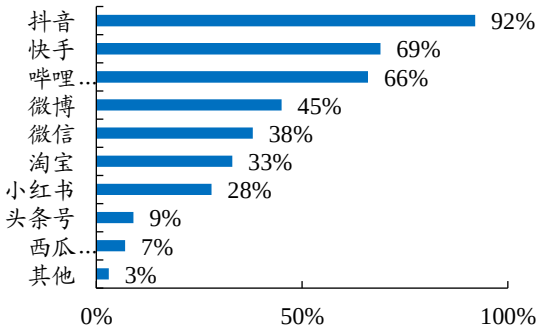
资料来源：天下网商、开源证券研究所
（统计时间为11月1日0点至11月11日24点）

图28：2020年6月华扬联众签约主播华少进入当月全网直播带货GMV前十位



数据来源：WeMedia、开源证券研究所

图29：2020年60%以上的MCN机构计划重点布局抖音、快手、哔哩哔哩



数据来源：克劳锐、开源证券研究所

2.2.4、 重点推荐及受益标的

（1）重点推荐：值得买（300785.SZ）： “站内+站外”双轮驱动，内容电商蓄势待发

站内“什么值得买”平台逐渐加码“直播+短视频”，丰富内容形式，优化会员体系，提升平台的导购能力。根据“什么值得买”官方微信，2020年11月1日平台GMV单日同比增长243.5%，11月11日平台GMV单日同比增长52.2%，订单量单日同比增长48.0%，电脑数码、家用电器、家居家装、服饰鞋包、食品生鲜、运动户外为领跑品类。我们认为新增直播和短视频的内容展现形式后，将有助于吸引新户，增加使用时长，并更易促进下单转化，提升“什么值得买”对用户消费决策的引导能力。我们预测公司2020/2021/2022年归母净利润分别为1.65/2.05/2.44亿元，对应EPS分别为2.05/2.54/3.02元，当前股价对应PE分别为49/40/34倍，维持“买入”评级。

站外以“星罗+消费MCN”为核心，享受“直播电商+短视频”红利。其中星罗为KOL提供优质供应链，弥补当前直播电商供应链劣势，2020年11月1日星罗平台单日实现总销售额1.09亿元。消费MCN为品牌带来高效销售渠道，目前已承接抖音平台华熙生物的代运营业务，且为中免集团提供品牌营销服务，未来亦有望在内容电商平台对接更多品牌。

积极拥抱新型营销模式，或成为业绩增长的核心动力。公司站内“直播+短视频”更利于“获客、留客、导客”，相较之前的图文内容优势明显；站外深耕直播电商产业链，涉及供应链及MCN多环节，或为公司带来业绩新增量。我们认为公司主站作为消费内容决策平台，具备一定的稀缺性，站外亦能享受流量红利，有望在直播电商的发展中异军突起。

2.2.4、 重点推荐及受益标的

（2）重点推荐：壹网壹创（300792.SZ）：孵化自有品牌，布局内容电商，新消费龙头雏形初现

通过自有品牌及内容电商，开拓第二增长点。公司于2020年10月19日公布《2020年度向特定对象发行股票预案》，拟在杭州市建设运营中心，孵化食品、保健品等领域的快消品类自有品牌，并开展线上店铺直播、视频平台代运营和IP号打造等内容电商项目。此前公司曾成功孵化“小雀幸”系列产品，此次重拾自有品牌，我们判断一是能以数年代运营的技术营销经验积累，实现高效推广，二是或能对冲品牌自建线上运营团队的风险，拓展新增长点。同时布局内容电商，发力直播带货，亦能弥补代运营平台单一的短板，完善店铺自播能力，提升客户粘性，增强综合服务实力。此外，我们认为公司自有品牌或以内容电商为突破口，通过直播等形式制造爆款，从而快速形成品牌力，在孵化初期即有望获得较高销量增速。我们预测公司2020/2021/2022年归母净利润分别为3.46/4.93/6.87亿元，对应EPS分别为2.40/3.42/4.77元，当前股价对应PE分别为49/35/25倍，维持“买入”评级。

拓品类锐意进取，增强跨品类营销能力。公司于2020年11月23日公告将以现金支付的方式收购浙江速网电子商务有限公司19.83%的股权，速网为阿里巴巴五星服务商，为麦当劳、耐克等国际品牌提供天猫代运营服务。此前在2020年5月公司通过收购上佰电商进军家电品类，此次投资速网，更进一步拓展了品类矩阵。我们认为公司通过外延收购的方式，增强跨品类营销能力，并能进一步反哺自有品牌和内容电商业务，有助于多元协同发展。

构建智能仓储物流体系，增强信息化系统能力。公司计划建设智能化的仓储物流，提高仓储容量，以保障业务拓展后的货物吞吐能力，提升仓储管理水平。同时，组建研发中心，基于已有的数据积累，将经验和能力做标准化输出，并进一步提升信息安全能力。我们判断，公司未来或推出标准化的代运营服务产品，以服务中小品牌客户，从而拓展覆盖范围，打开新的业绩增长点。

2.2.4、 重点推荐及受益标的

（3）重点推荐：元隆雅图（002878.SZ）:新媒体营销策马扬鞭，多业务齐头并进

新媒体营销升挡提速，代运营拓展成长空间。公司新媒体营销子公司谦玛网络已形成美妆客户集群，成为爱茉莉、娇韵诗、欧莱雅、丸美、资生堂等品牌的广告服务商，与近4,000名美妆KOL合作，有望形成美妆营销推广的规模优势。谦玛网络子公司沐鹂信息从事营销+代运营业务，主要服务中小品牌和代工厂等下沉客户，已签约鳗鲡堂、葛一点、早晚读书、蔓楼兰等品牌，拓展长期成长空间。我们预测公司2020/2021/2022年归母净利润分别为1.67/2.27/2.95亿元，对应EPS分别为0.76/1.02/1.33元，当前股价对应PE分别为32/24/18倍，维持“买入”评级。

线上线下礼赠品稳固基本盘，冬奥会宣传加码利好特许经营。公司线下礼赠品业务在2020Q2走出疫情阴霾，2020H1已与2019年同期基本持平，2020Q3实现较快增长，新拓金融和快消类客户或贡献较多收入。同时，线上数字化营销有望维持较快发展，客户线上礼赠品投入或持续增加，给予公司较广阔的发展空间。此外，2020年9月21日为北京2022年冬奥会开幕500天倒计时，冬奥会各项宣传事项均已相继展开，公司作为冬奥会特许经营方，或乘冬奥东风，加快冬奥相关产品的销售进度，除通过批发零售的方式增厚业绩外，亦可承接冬奥合作伙伴的礼赠品需求，未来2年有望持续受益冬奥会特许经营业务增长。

新媒体营销或成核心业务，深度受益“短视频+直播电商”。公司2020H1新媒体营销营业收入占比已达26%，相比2019H1同比增长9pcts，逐渐成为公司核心收入来源。我们认为，公司新媒体营销深耕“短视频+直播电商”产业链，有望受益行业成长红利，增强公司收入能力。

2.2.4、 重点推荐及受益标的

（4）姚记科技（002605.SZ）：休闲游戏蓄势再发，开拓短视频营销新天地

基于子公司芦鸣科技，布局短视频全产业链，打造第二增长曲线。公司2020年完成收购的芦鸣科技主营互联网营销业务，为抖音效果类广告核心代理商，构建了覆盖数据分析、效果营销、效果优化、短视频内容生产、内容营销、KOL孵化的互联网营销全链条；公司当前已组建行业领先的短视频制作团队，运营短视频拍摄基地，并与华策影视共同成立合资公司，携手探索短视频商业变现，基于抖音小店及快手平台开展短视频、直播电商营销及品牌代运营业务，有望打造游戏之外的第二增长曲线。我们预测公司2020/2021/2022年归母净利润分别为11.75/9.18/12.01亿元，对应EPS分别为2.92/2.28/2.99元，当前股价对应PE分别为10/12/9倍，维持“买入”评级。

（5）蓝色光标（300058.SZ）

孵化数聚智连发展代运营，与已有业务协同效应较强。公司孵化数聚智连（原蓝标电商）发展代运营业务，目前已是雅培、OLAY等品牌的天猫或京东平台代运营服务商。母公司蓝色光标为国内领先的整合营销龙头，常年为宝洁、联合利华等国际品牌提供营销服务。我们认为，数聚智连有母公司营销能力的加持，或更易拓展内容电商代运营业务，进而实现较快的扩张。

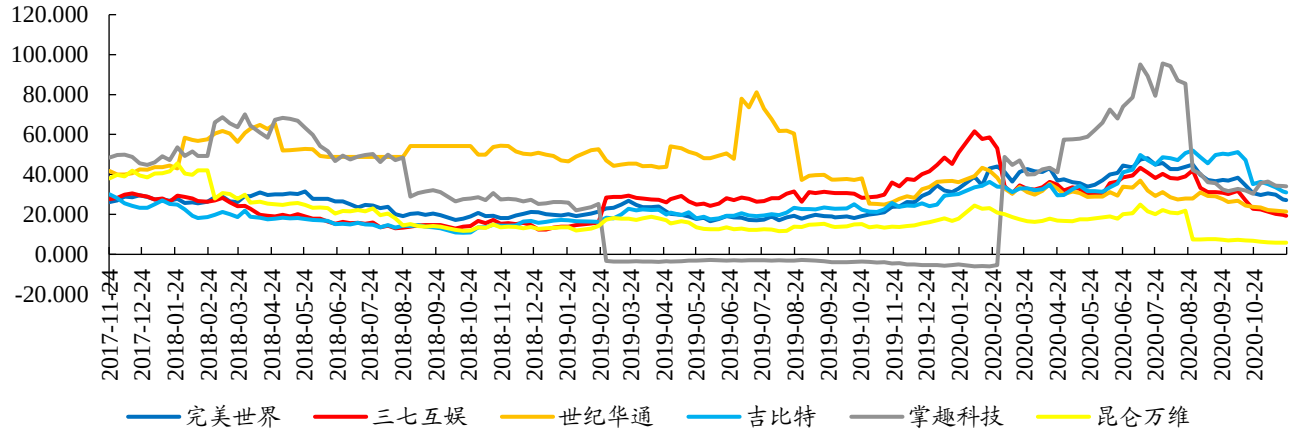
（6）华扬联众（603825.SH）

“营销+代运营”协同发展，推动“品效合一”升级。公司定增计划已于2020年9月15日获证监会发审委审核通过，预计募集9.09亿元重点投入“品牌新零售网络运营建设项目”及“智慧营销云平台建设项目”。我们认为公司此举目标是增强直播/短视频带货能力，升级品牌营销业务，以实现“品效合一”。公司或会通过招募和自主孵化的方式，培养达人主播以参与直播或短视频带货，实现“网红+直播+电商”一体化生态发展目标。同时与公司已有品牌营销和品牌代运营业务互相协同，为客户提供更丰富的推广方式选择，或进一步有助于品牌拓展客户范围，签约更多样化的品牌。

2.3.1、 近期调整后，游戏公司估值再次具备提升空间

近期或由于市场对于2020Q4在“双11”及腾讯《天涯明月刀》、米哈游《原神》、莉莉丝《万国觉醒》等大作的竞争下买量成本抬升及游戏板块业绩增速的担忧，A股游戏龙头出现了一定程度的调整。我们认为，在当前板块估值、尤其是龙头公司估值明显消化后，估值已具备再次提升空间。

图30：A股主要游戏公司估值有所调整



数据来源：Wind、开源证券研究所

2.3 游戏：蜇伏中孕育新机，分化中把握龙头

2.3.2、 行业延续稳健发展，“用户增量+新品上线”或驱动新一轮增长

2020Q3及10月手游收入环比正增长，新游贡献显著。根据伽马数据，2020Q1中国移动游戏收入达553.70亿元，同比增长46%，环比增长38%，主要系老游戏流水回升所致，3月上线的新游中未出现首月流水过亿元的产品。2020Q3中国移动游戏收入达508.49亿元，同比增长25%，环比增长3%；10月中国移动游戏收入达185.48亿元，环比增长16%，增长主要受益于新游的强势表现。

图31：2020Q1手游收入增长主要源于老游戏流水回升

伽玛数据游戏流水测算榜Top10

排名	游戏名称	游戏类型	1-3月全平台流水测算（亿元）
1	和平精英	射击类	100
2	王者荣耀	MOBA类	98
3	三国志·战略版	策略类（SLG）	
4	梦幻西游	回合制RPG类	
5	剑与远征	放置类	
6	穿越火线：枪战王者	射击类	
7	QQ飞车	竞速类	
8	斗罗大陆	ARPG（MMO）	
9	一刀传世	ARPG（MMO）	
10	新笑傲江湖	ARPG（MMO）	

数据来源：伽马数据、开源证券研究所

图32：2020Q3手游收入增长主要源于新游流水表现强势

伽玛数据游戏流水测算榜Top10

排名	游戏名称	游戏类型	第三季度全平台流水测算（亿元）
1	王者荣耀	MOBA类	100
2	和平精英	射击类	80
3	三国志·战略版	策略类（SLG）	
4	梦幻西游	回合制RPG类	
5	穿越火线：枪战王者	射击类	
6	最强蜗牛	放置类	
7	三国志幻想大陆	卡牌类	
8	率土之滨	策略类（SLG）	
9	新神魔大陆	MMORPG	
10	明日之后	生存类	

数据来源：伽马数据、开源证券研究所

图33：2020.10新游大作《原神》、《天涯明月刀》、《万国觉醒》流水表现亮眼

伽玛数据游戏流水测算榜Top10

排名	游戏名称	游戏类型	10月全平台流水测算（亿元）
1	王者荣耀	MOBA类	100
2	和平精英	射击类	80
3	原神	ARPG（MMO）	80
4	天涯明月刀	MMORPG	
5	三国志·战略版	策略类（SLG）	
6	万国觉醒	策略类（SLG）	
7	梦幻西游	回合制RPG类	
8	率土之滨	策略类（SLG）	
9	穿越火线：枪战王者	射击类	
10	阴阳师	回合制RPG类	

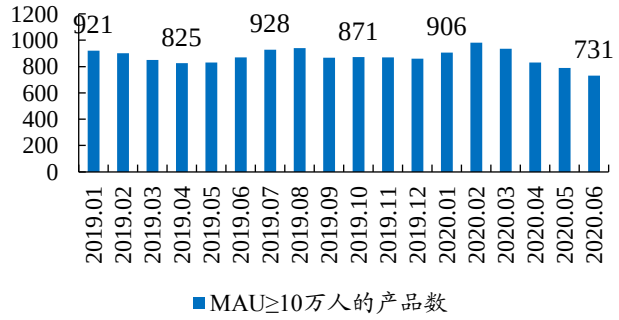
数据来源：伽马数据、开源证券研究所

2.3.2、 行业延续稳健发展，“用户增量+新品上线”或驱动新一轮增长

用户：头部新游上线带来的用户增量效应不可忽视。我们认为，头部大作上线初期或由于“替代效应”对其他游戏产生一定冲击并短期推升买量成本，但也会将大量泛娱乐用户转化为游戏用户，为行业带来用户增量。

产品：龙头公司精品游戏储备丰富，上线后有望推升业绩增速。游戏行业头部化趋势显著，腾讯、网易、完美世界、吉比特、三七互娱等公司精品游戏储备丰富，2020Q4及2021年上线后将贡献业绩增量。

图34：2020年以来MAU≥10万人的产品数持续下降，用户向头部产品集中



数据来源：极光大数据、开源证券研究所

表1：头部游戏公司部分重点产品有望陆续上线

公司	游戏名	进度	预计上线时间	TapTap预约人数	TapTap评分	游戏类型
腾讯	使命召唤	已获得版号	2020年12月	3451724	8.8	动作
	英雄联盟	10月28日在韩国/日本/菲律宾/新马泰/印尼开启公测，12月8日台服公测	2021	——	——	MOBA
	地下城与勇士	已获得版号	2021	1327666	1.5	动作
网易	天谕	已获得版号，结束测试	2021年1月8日	1019180	8.8	RPG
	哈利波特：魔法觉醒	已获得版号	2021	495572	6.1	RPG
完美世界	梦幻新诛仙	已获得版号	2021年年初	75758	8.5	RPG
	幻塔	10月29日测试	2021年上半年	438690	9.1	MMORPG
吉比特	摩尔庄园	已获得版号	2021Q1	982917	9.6	休闲
三七互娱	荣耀大天使	已获得版号	2021	29728	8.8	RPG

资料来源：TapTap、开源证券研究所（截至2020年12月1日）

2.3.3、 重点推荐完美世界，受益标的包括腾讯控股、网易、吉比特、三七互娱

（1）完美世界（002624.SZ）：品质为王，“三驾马车”助推后续业绩高增长

买量能力获验，丰富产品储备助力下后劲仍足，维持“买入”评级。我们认为公司已上线核心产品有望延续良好流水表现；《新神魔大陆》或因上线初期买量成本较高，对Q3利润有负面影响，但合同负债科目中递延收入或较Q2有所增长，为Q4游戏业绩打下基础；叠加储备游戏后续上线后的流水增量，精品游戏有望助力后续业绩持续增长。我们预测公司2020/2021/2022年归母净利润分别为25.31/31.30/37.79亿元，对应EPS分别为1.31/1.61/1.95元，当前股价对应PE分别为22/18/15倍，维持“买入”评级。

“PC+移动+主机”三力齐发，精品内容打开长期成长空间。我们看好公司在端游、手游及主机游戏的多元布局，并积极向云端拓展。公司储备游戏矩阵丰富，《梦幻新诛仙》、《战神遗迹》、《幻塔》、《非常英雄》等已具备成功潜质；依托公司旗舰级IP“诛仙”打造的次世代端游大作《新诛仙世界》、“端游+主机”双平台游戏《完美世界》、《Torchlight III》、《Magic Legends》等正在积极研发中，有望成为后续业绩增长的助推器；获《仙剑奇侠传》系列IP的游戏联合开发权及发行权，计划基于该IP推出仙侠题材回合制MMORPG手游，值得期待；率先合作布局“5G+VR+云游戏”领域，携手天翼云、字节跳动等合作伙伴抢占5G时代游戏新赛道；借助《DOTA2》及《CS:GO》产品和赛事的成功运营，构建电竞产业生态圈，并积极推进蒸汽平台的落地，游戏业务有望持续高增长。

（2）腾讯控股（0700.HK）

大IP新作密集上线，流量优势持续反哺自研能力。公司基于社交流量的绝对优势，通过持续创新及长线运营，不断延迟头部产品的生命周期，《王者荣耀》、《和平精英》、《QQ飞车》等多款游戏流水持续稳健，畅销榜头部位置稳固。《王者荣耀》2020年前十个月平均DAU超1亿，上线五年仍保持旺盛生命力，未来公司将以此为蓝本，推出两部新游戏、一部动画剧及一部电视剧，深入挖掘《王者荣耀》IP价值。公司近年来流量优势反哺自研能力卓有成效，新游《天涯明月刀》上线1个多月，持续排名iOS畅销榜前5；《英雄联盟:激斗峡谷》在各上线地区的下载量均名列前茅；此外，公司将深入拓展垂直细分领域、完善品类矩阵。《DNF》手游、《COD》手游、《英雄联盟》手游等新游上线后有望助力公司持续扩大优势。

2.3.3、 重点推荐完美世界，受益标的包括腾讯控股、网易、吉比特、三七互娱

（3）网易（9999.HK）

以老带新，匠心与创新为游戏帝国护航。公司六大旗舰IP稳固流水基本盘，依靠版本更迭和IP衍生长线运营至今仍迸发强劲生命力；创新品类游戏贡献新增量，构建多元游戏矩阵；游戏出海提前卡位，于日本市场身位领先，依托知名IP或将拓展出海新版图。我们认为公司兼具长线运营经典IP及巧手打造原创IP的能力，新老游戏结合巩固自研游戏，为游戏帝国护航。

（4）吉比特（603444.SH）

坚守精品，深耕细分领域，长线研运能力出众。公司拥有强大的自主研发能力，始终坚持走“精品化”路线，重视产品品质并聚焦创新，在游戏技术创新、设计及应用创新倾注精力。公司拥有出色的游戏运营能力，以玩家体验为核心，经典产品《问道》有望延续出色表现；抢占Roguelike细分赛道，推出《不思议迷宫》、《贪婪洞窟》、《失落城堡》等产品，构建差异化竞争优势。同时公司积极布局挂机放置类、养成类、女性向、二次元、独立游戏等，《最强蜗牛》验证品类创新及买量策略成功，《摩尔庄园》（预计2021Q1上线）值得期待。

（5）三七互娱（002555.SZ）

“研运一体”为帆，稳固发行、强化研发。公司以页游起家，深耕传奇、奇迹品类，成功实现“页转手”及多品类拓展传奇、奇迹品类有望延续良好流水表现及行业领先地位，SLG、卡牌、RPG等多元化产品有望贡献业绩增量。公司不断强化“研运一体”重视技术投入、人才培养和激励，在快手等新流量池巩固买量发行优势，同时在SLG等品类及海外市场取得突破。

目 录
CONTENTS

1 全年复盘：估值回年内底部，整体业绩触底反弹，疫情影响下，细分板块分化明显

2 成长性主线：视频加速货币化，游戏蛰伏中育新机

3 顺周期主线：梯媒、电影、体育，“否极泰来”

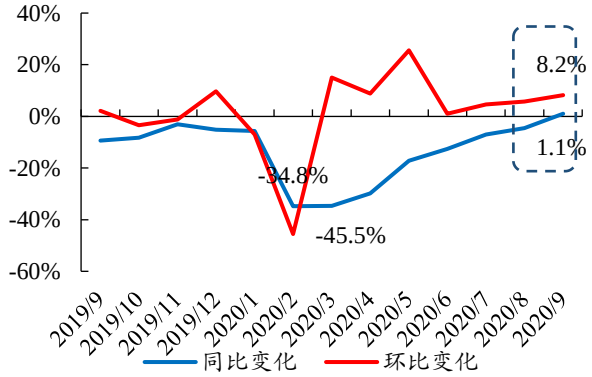
4 风险提示

3.1 梯媒：顺周期复苏进行时，长期来看成长属性或强化

疫情对广告投放造成一定影响，但随着疫情缓解，3月以来广告刊例花费强势修复。根据CTR数据，2020年2月广告刊例花费同比下降34.8%，增速降至近一年最低，而2020年9月，广告刊例花费同比和环比均实现正增长，为近一年来首次。

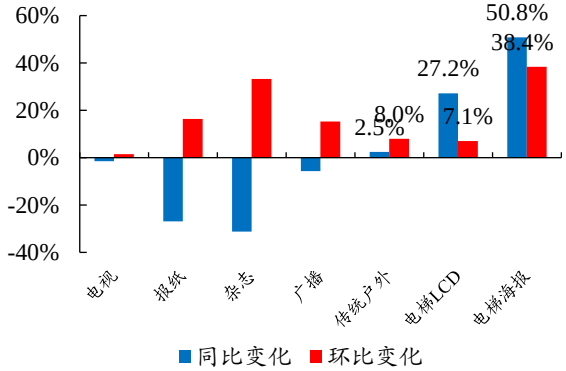
广告市场随疫情好转而顺周期复苏的同时，媒介市场也出现分化，各类投放媒体中，电梯电视和电梯海报增长最为强势。2020年9月电梯海报刊例花费增长最为明显，同比增长50.8%、环比增长38.4%。2019年1月至今，电梯电视和电梯海报广告刊例花费同比增速在2020年5月开始大幅提升，显示梯媒具有更强的顺周期复苏属性，且随着疫情缓解下的经济活动逐步恢复，梯媒的景气度甚至超过了疫情前的2019年。

图35：2020年9月广告刊例花费同比环比均实现正增长



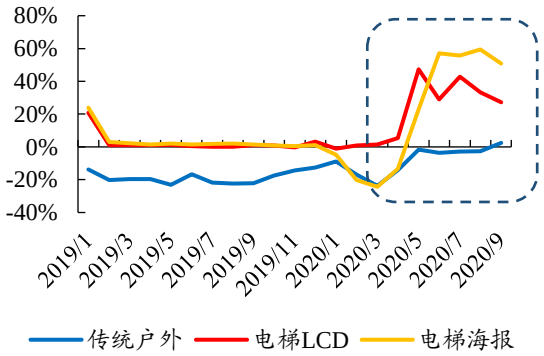
数据来源：CTR、开源证券研究所

图36：2020年9月传统户外、电梯电视、电梯海报刊例费同比环比均实现正增长



数据来源：CTR、开源证券研究所

图37：疫情后电梯电视和电梯海报广告刊例花费同比增长较为明显



数据来源：CTR、开源证券研究所

3.1 梯媒：顺周期复苏进行时，长期来看成长属性或强化

本轮顺周期修复中，在线教育、新兴消费品牌及新能源汽车广告主的投放花费明显增加。随着线下娱乐逐步回归正常，交通出行等行业广告主在梯媒的投放需求有望顺周期释放；同时，越来越多消费品牌在梯媒投放广告，且由于消费品公司往往较纯互联网公司具有更长生命周期，因此新兴消费品牌的崛起将改善梯媒的广告主结构、增强收入稳定性。

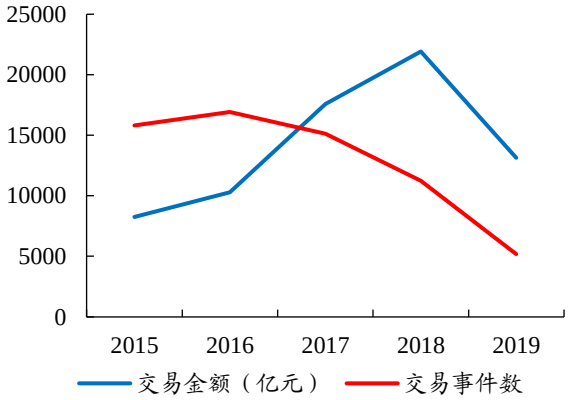
从更长维度，梯媒广告主的结构性变化，或弱化梯媒的周期属性，强化其成长属性。过去从一级市场拿到融资的初创或成长期公司偏好通过梯媒广告投放，因此梯媒广告市场规模随着一级市场融资规模的波动而体现出一定的周期性。此外，头部公司整体广告预算具有一定的成长性，这类客户如果越来越多的选择梯媒进行广告投放，长期来看，梯媒广告的成长性将增强。

表2：2020年9月电梯海报广告花费TOP10品牌中以在线教育、消费和新能源为主

本月排名	上月排名	品牌	同比	环比
1	2	斑马AI课	NEW	75.8%
2	-	58到家	NEW	NEW
3	8	君乐宝	71.7%	148.1%
4	4	学而思	33.6%	16.9%
5	6	大麦	NEW	20.5%
6	23	题拍拍	NEW	307.8%
7	31	小仙炖	748.7%	370.3%
8	11	比亚迪	>1000%	65.2%
9	5	斑布	NEW	-16.5%
10	7	小鹏	9.1%	12.1%

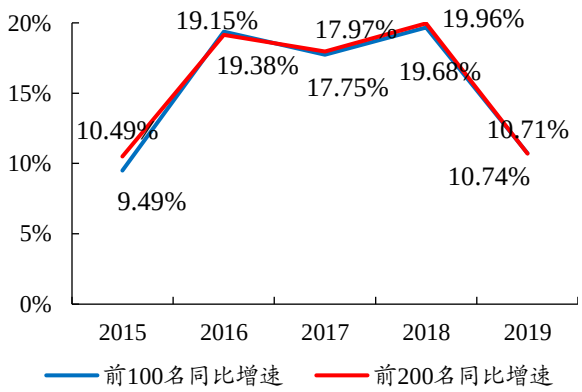
数据来源：CTR、开源证券研究所

图38：一级市场融资规模和笔数具有一定的周期性



数据来源：鲸准洞见、开源证券研究所

图39：头部上市公司广告预算成长性更明显



数据来源：Wind、华为公司公告、开源证券研究所

3.1 梯媒：顺周期复苏进行时，长期来看成长属性或强化

3.1.1、 受益标的为分众传媒

分众传媒（002027.SZ）

公司在“双十一”之后的近两周刊挂率或有所回落，但随着“双十二”临近，刊挂率有望再度回升；2020年下半年以来在线教育、在线医疗、IT通讯等行业广告投放持续释放，而消费品广告投放持续稳定，加之年底年框签订或迎来提价，顺周期复苏逻辑有望在2020Q4及2021年业绩得到持续验证，梯媒广告主结构的优化也增强公司业绩的长期成长性；而随着电影行业的复苏，其影院广告业务也有望在2021年迎来明显修复；另外，公司电梯海报占据住宅电梯这一重要的社区电商线下入口，其在社区团购领域或与阿里巴巴产生更多协同，当前战略价值或被低估。

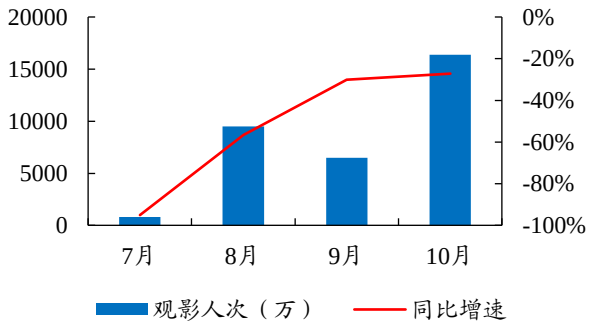
3.2 电影：需求恢复叠加供给释放，正反馈机制驱动复苏持续

3.2.1、观影意愿提升和新片上映的正反馈，或驱动票房逐季提升

影院复业以来，人们观影意愿恢复良好，疫苗或助推回归常态。我们认为，在新冠肺炎疫苗研发不断取得新进展的背景下，观众对于疫情的恐慌情绪有望进一步消散，观影意愿进一步朝常态靠近。

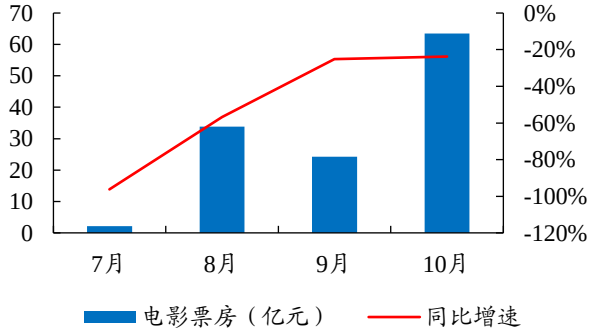
内容为王，优质新片上映是驱动观影意愿提升的另一大因素。根据艺恩数据，2020Q3新上映影片（不含复映）共96部，同比下降25%，已体现出供给不足。根据猫眼研究院8月的调查，“没有想看的电影”为观众在影院复业后未观影的首要原因，“口碑好、评分高”的为吸引观众观影的第一大驱动力。

图40：复业以来，观影人次恢复状态良好



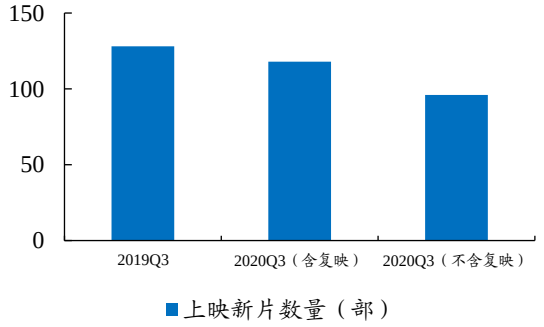
数据来源：艺恩数据、开源证券研究所

图41：复业以来，电影票房随人次同步恢复



数据来源：艺恩数据、开源证券研究所

图42：2020Q3影片供给数量有所下滑



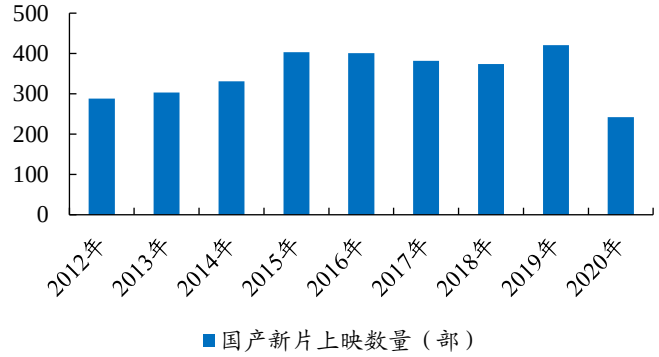
数据来源：艺恩数据、开源证券研究所

3.2 电影：需求恢复叠加供给释放，正反馈机制驱动复苏持续

3.2.1、观影意愿提升和新片上映的正反馈，或驱动票房逐季提升

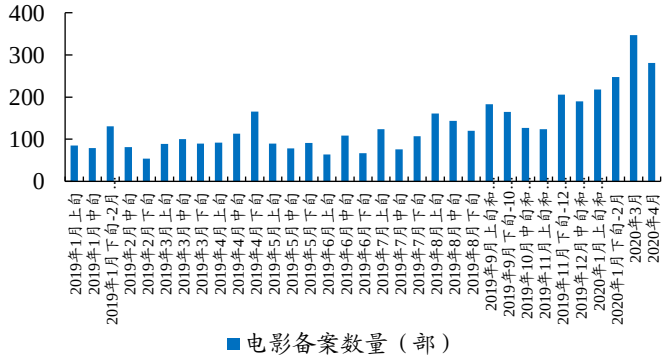
观影热情持续提升或进一步驱动头部影片定档，其中春节档确定性强，正反馈下或强化顺周期修复逻辑。受疫情影响，2020年影片拍摄进度普遍推延，但8月以来影片拍摄明显加快，随着观影意愿的持续回升，叠加贺岁档、2021年春节档等重要档期的临近，正反馈下影片供给端从2020Q4到2021年有望逐步释放，票房逐季修复或进一步确立。多部头部影片宣布定档的2021年春节档票房确定性更强，加之低基数效应，相关内容出品方及院线公司2021Q1业绩或强化顺周期修复逻辑。

图43：2020年下半年及2021年待消化的影片数量充足



数据来源：艺恩数据、开源证券研究所

图44：2020年以来，电影备案数量仍有所增长



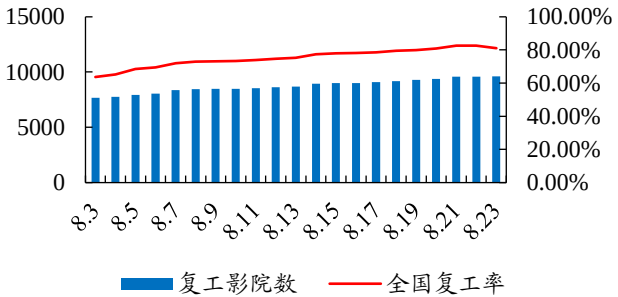
数据来源：国家电影局、开源证券研究所

3.2.2、 行业出清+银幕增速放缓，有望改善头部院线盈利能力

新冠肺炎疫情影响下，国内影院停业近6个月，长尾企业因资金压力不断退出市场，推动无效产能出清。根据5月中国电影家协会发布的《电影院生存状况调研报告》，42%的影院认为有停业风险；10%的影院可能转手；47%的影院账上资金不足，现金流告急。根据猫眼数据，截至8月23日，全国影院复工率为81%，剩余19%仍未复业的影院或已倒闭关停。

寒冬下龙头逆势扩张，院线行业集中度有所提升。我们认为，龙头公司对部分区位优势明显的影院进行并购整合，一方面有利于纾困并盘活优质资产，另一方面也有利于无效产能的出清，此过程会带来影院、院线集中度提升，龙头公司有望更大程度享受疫情结束后的行业回暖以及电影行业长期增长带来的收益。根据艺恩数据，2020年8/9/10月，Top3院线市占率分别同比上升0.59/3.93/1.58pcts，疫情加速市场出清和渠道集中度提升逻辑得到验证。

图45：截至8月23日，全国影院复工率为81%，剩余19%的影院或已倒闭



数据来源：猫眼数据、开源证券研究所

表3：2020年8-10月Top3院线市占率同比有所上升

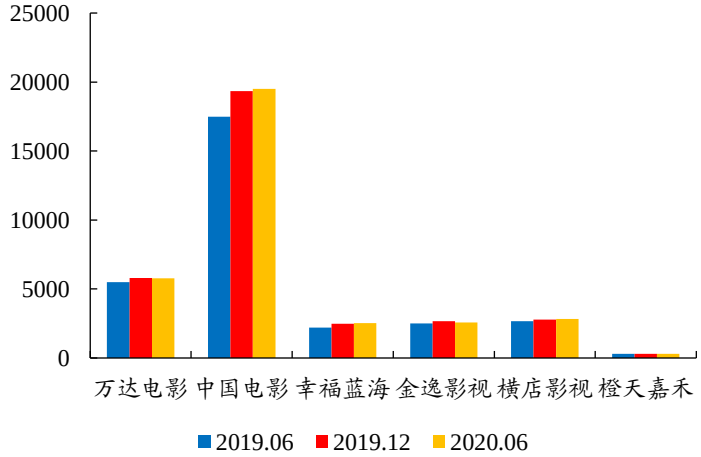
	2019.8	2019.9	2019.10	2020.8	2020.9	2020.10
Top3院线票房（亿元）	24.26	9.99	25.85	10.71	8.43	20.75
Top3院线市占率	31.08%	30.84%	31.06%	31.67%	34.76%	32.64%
Top10院线票房（亿元）	52.61	21.56	55.89	22.58	16.74	42.90
Top10院线市占率	67.41%	66.58%	67.16%	66.79%	68.99%	67.48%

数据来源：艺恩数据、开源证券研究所

3.2.2、 行业出清+银幕增速放缓，有望改善头部院线盈利能力

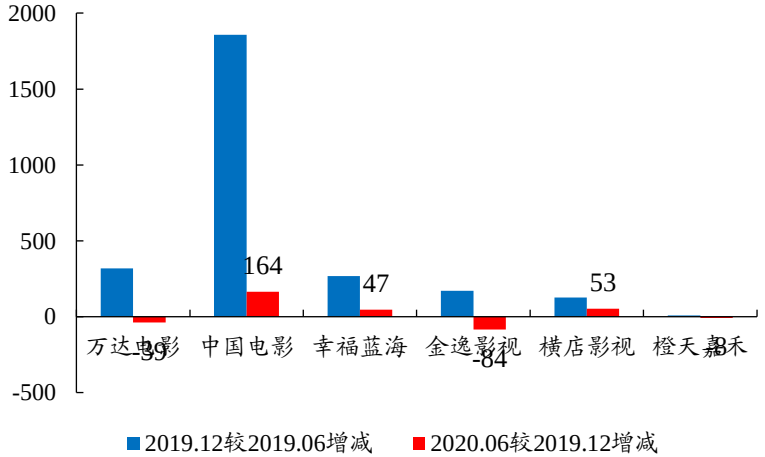
提升影院单银幕产出为院线高质量发展关键，疫情或提供良机。根据国家电影总局数据，在影院投资热潮下，影院不断扩建，我国银幕总数迅速增长，在2016年超过美国，2010-2018年CAGR为31%。但相较于高速增长的银幕总数，我国单银幕票房产出呈下降趋势，与美国的差距进一步扩大，或为制约我国院线盈利能力的主要原因。我们认为，新冠肺炎疫情带来低效资产出清及银幕增速放缓，有望提升影院单银幕票房产出，改善院线盈利能力。

图46：头部院线公司银幕扩张速度放缓



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图47：2020年上半年万达电影、金逸影视、橙天嘉禾银幕数减少



数据来源：公司公告、开源证券研究所

3.2.3、受益标的包括万达电影、华谊兄弟、光线传媒、中国电影、上海电影、横店影视、金逸影视、博纳影业

（1）万达电影（002739.SZ）

IP储备丰富，“唐探宇宙”潜力巨大，持续探索国产电影系列化创作；院线龙头背靠地产，市占率有望逐步提升。公司IP储备丰富，“唐探宇宙”已完成架构，成为国产电影系列化创作典范，并积极布局电影、电视剧、衍生品等，全方位挖掘IP价值。公司背靠商业地产巨头，作为文娱消费提供者，与区位、规划、消费氛围业内领先的优质商业广场强强合作，标准化、可复制化快速跨区域扩张。直营连锁方式经营保证高品质和良好品牌形象，持续投资、引进先进放映技术，引领高端观影理念，开放特许经营加盟权，轻重并举提升市场份额。

（2）华谊兄弟（300027.SZ）

立足“H计划”，构建“电影+导演+制作+合作”四位一体制作模式。公司深耕“强内核”战略，在影视方面布局了动画大电影、控股参股独立制片、签约导演原创电影、海外电影合作、明星驱动IP五大方面，巩固影视领域核心竞争力，并积极探索品牌授权与实景娱乐，布局“影视+实景”产业链。公司自2011年起启动“H计划”，通过“电影+导演+制作+合作”四位一体模式推出优质影片，常态化生产优质内容的能力得到保障，有望充分发挥导演、制作团队、资本等核心资源的最大效率，推进国产电影多元化、工业化进程。

（3）光线传媒（300251.SZ）

布局动画电影全产业链，打造独特“彩条屋”模式。公司通过投资优质动漫项目，布局动画电影产业链上下游公司，覆盖IP打造、作品制作、周边衍生品开发等领域，并建立、打通和整合了动画电影制作和宣发的成熟体系，构建了相对独立完整的“彩条屋”动画产业链。我们认为，公司网聚影视动画专业人才，并以精品品质为标准建立起了动画电影制作的工业化流程，且已建立起“植根于中华文化、用情感内核直击消费者心智”的内涵模式，有望持续打造破圈精品内容。

3.2.3、 受益标的包括万达电影、华谊兄弟、光线传媒、中国电影、上海电影、横店影视、金逸影视、博纳影业

（4）中国电影（600977.SH）

全产业链延伸覆盖，国际化战略持续推进。公司业务覆盖制片-发行-营销-放映-衍生品全产业链，拥有各个环节对产品的控制力，规模效益明显。旗下中影基地是亚洲地区规模最大、技术最先进的影视制作基地之一，卓越的电影制作能力和国际水平的技术专家队伍构筑技术围墙。公司与全球数百家电影企业紧密合作，出品影片收获国际国内市场好评；疫情影响下好莱坞大片上映一再推迟，静待2021年进口大片上映。

（5）上海电影（601595.SH）

进一步强化“专业化发行公司+综合型院线+高端影院经营”发行放映产业链，联合院线品牌美誉度高，持续保持规模优势。公司秉持“发行优先”战略，通过以投代发、排片支持等多样化手段积极寻求头部影片的主控宣发权和联合宣发权。公司手持大量一二线城市核心地段影院资源，映前广告保持坚挺；通过积极引进高端影院设备、改造影院空间、提高营运品质等，打造高端顾客体验，单银幕产出远高于行业平均水平。下属的联和院线继续保持规模优势，拥有良好的业界口碑和品牌美誉度，为加盟影院提供专业化数据分析、排片指导、管理输出和个性化服务。

（6）横店影视（601303.SH）

位于产业链中下游，现金流稳定，经营风险较为可控；快速的跨区域扩张+连锁经营提升市场集中度。公司前瞻布局三四五线城市，迎合三四线票房呈逐年增加趋势。疫情影响下中小影投资金链断裂，市场逐步出清低效产能，公司市场占有率有望提高。公司通过连锁店模式运营影院，通过普及TMS系统降低成本，形成管理协同，放大规模化优势，品牌效应加固行业壁垒，品牌信任度提升形成竞争优势。

3.2.3、受益标的包括万达电影、华谊兄弟、光线传媒、中国电影、上海电影、横店影视、金逸影视、博纳影业

（7）金逸影视（002905.SZ）

行业持续恢复下，“放映+卖品+广告”三力齐发。公司深耕影院放映，市场占有率较高，在影城选址和布局方面有先发优势。公司持续创新影院卖品品类，引进新型合作产品，满足随影消费需求，提升客单消费额，并通过映前广告+阵地广告模式提高利润率。

（8）博纳影业（A17305）

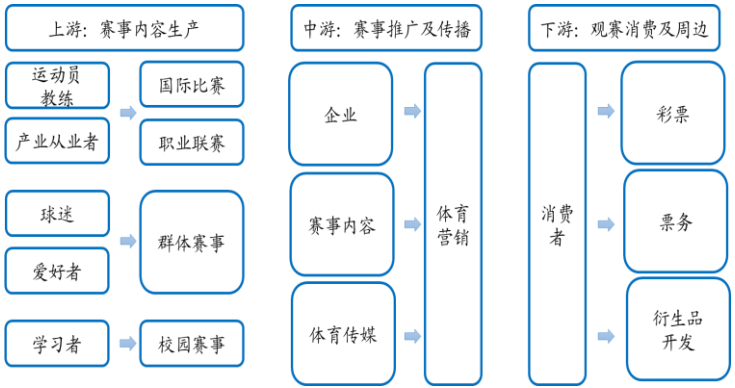
主旋律电影商业化运作的行业典范，深度合作优秀导演及演员，后劲十足。公司深耕影视行业多年，不断向上下游延伸，全产业链布局。近年来出品发行包括《中国机长》、《红海行动》、《湄公河行动》等爆款电影，成为主旋律电影商业化运作业界标杆，口碑票房双丰收，与业内核心导演、演员等深度合作，内容驱动增长后劲十足。公司IPO拟筹得大量资金用于影投和影院建设，覆盖重点票仓城市并挖掘县级城市潜力，并计划年产3-5部高口碑电影，搭建产业链闭环。

3.3 体育：2021年大赛驱动下，优质公司业绩或顺周期修复

3.3.1、 多项体育大赛将拉动产业链收益，中游营销传播环节或弹性更大

2021年起多项国际体育大赛将陆续举行，拉动产业链收益。竞技体育产业链以赛事为核心，上游包括以运动员为核心的体育运动从业者，负责赛事内容生产；中游包括专业的体育传媒公司，负责赛事营销、推广及传播；下游为体育用户，通过门票、衍生品、彩票、线上付费观赛等产生消费。2021-2022年，欧洲杯足球赛、美洲杯足球赛、东京奥运会、北京冬奥会、卡塔尔世界杯足球赛等国际体育大赛有望陆续举行。

图48：竞技体育产业链以赛事为核心



资料来源：中投顾问产业研究中心、开源证券研究所

表4：2021-2022年，多项国际体育大赛将陆续举行

举行时间	体育赛事
2021.06.11-2021.07.11	欧洲杯足球赛
2021.06.11-2021.07.11	美洲杯足球赛
2021.07.23-2021.08.08	东京奥运会
2022.02.04-2022.02.20	北京冬奥会
2022.11.21-2022.12.18	卡塔尔世界杯足球赛

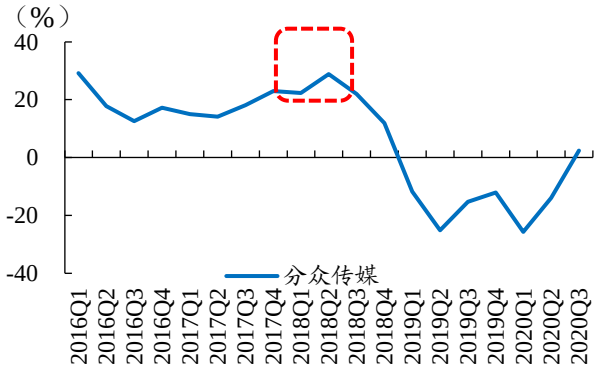
资料来源：国际足联官网、国际奥委会官网、南美洲足球联合会官网、欧洲足球协会联盟官网、开源证券研究所

3.3 体育：2021年大赛驱动下，优质公司业绩或顺周期修复

3.3.1、 多项体育大赛将拉动产业链收益，中游营销传播环节或弹性更大

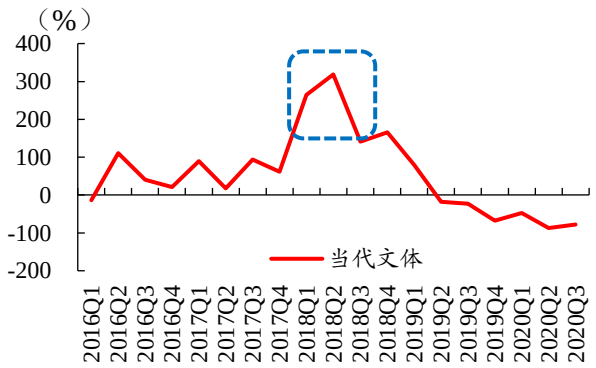
大赛推动下，产业链中的体育营销、版权运营、付费观赛环节业绩弹性或更大。以2018年俄罗斯世界杯为例，2018年国际足联获得46.41亿美元收入，其中广告赞助收入11.43亿美元，电视转播收入25.44亿美元。同时在2016年的欧洲杯、里约奥运会以及2018年的俄罗斯世界杯期间，国内广告主大量选择与大赛“引爆效应”契合的梯媒投放广告。2016年及2018年前三季度，电梯海报、电梯电视的刊例花费同比增速明显较2017及2019年前三季度更高。从当代文体、视觉中国以及分众传媒的单季度营业收入同比增速来看，在大赛举行前夕的2016年Q1、Q2及2018年Q1、Q2均取得了阶段性增速高点。2021年开始的体育大赛或驱动体育营销、版权运营、付费观赛相关公司的业绩从底部顺周期修复。

图49：2018Q1/Q2分众传媒营收同比增速创阶段性高点



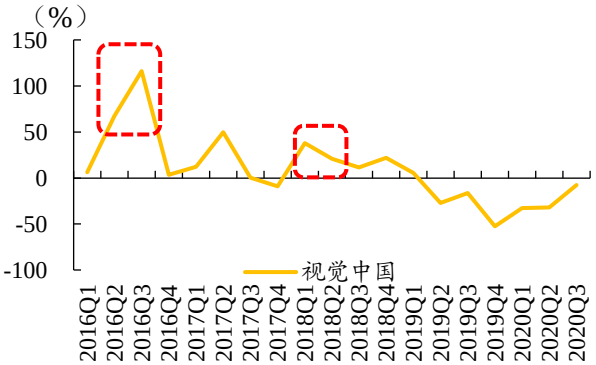
数据来源：Wind、开源证券研究所

图50：2018Q1/Q2当代文体营收增速亦处于高位



数据来源：Wind、开源证券研究所

图51：2016Q2/Q3和2018Q1/Q2视觉中国营业收入实现阶段性高增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

3.3.1、 多项体育大赛将拉动产业链收益，中游营销传播环节或弹性更大

估值修复或早于业绩修复，体育产业链标的往往在大赛前夕获得超额收益。以当代文体为例，2016年欧洲杯、奥运会及2018年世界杯等大赛对于公司当年Q2及Q3业绩有明显拉动；但在2016年及2018年上半年，当代文体相对于一级传媒指数取得了明显的超额收益，体现出估值先修复。

图52：对比一级传媒指数，当代文体在2016H1及2018H1获得明显超额收益



数据来源：Wind、开源证券研究所

3.3.2、 受益标的包括当代文体、视觉中国、中体产业

（1）当代文体（600136.SH）

作为国内体育营销及赛事版权运营龙头，公司有望受益于欧洲杯、奥运会及AFC旗下赛事举办。公司拥有2020年欧洲杯的新媒体独家版权以及全球赞助商权益（包含赞助权和版权）、2021-2028年亚足联（AFC）所有相关赛事的全球独家商业权益（包含赞助权和版权）以及2019/2020至2028/2029赛季的西甲联赛中国大陆、澳门、台湾地区的全媒体版权，公司版权有望受益改善，同时公司参股的新爱体育运营“爱奇艺体育”App，开启“免费+付费”的线上观赛模式。另外，公司子公司双刃剑为国内体育营销龙头公司之一，深耕体育营销多年，助力中国品牌走进各大国际赛场，赞助赛事及各国运动代表队，将受益于东京奥运会、北京冬奥会等后续大赛的举办。

（2）视觉中国（000681.SZ）

手握海量优质摄影师及体育赛事图片资源，大赛年变现可期。公司运营国内领先的版权视觉内容服务平台，因与Getty Images（FIFA的官方图片社）建立双向紧密合作，在国际大赛赛场拥有独家的内场机位和优势明显的持证摄影师资源，可为客户提供品牌定制拍摄等服务，体育赛事图片储备及质量方面优势明显。2021年，欧洲杯、美洲杯、东京奥运会等重大国际体育赛事有望相继举办，而体育营销策划对于出片及时的优质体育赛事图片、视频需求较大，公司体育图片资源变现可期。

（3）中体产业（600158.SH）

体育全产业链布局，赛事开发、体育营销业务稳步推进，大赛或成助推器。公司管理运营北京马拉松等多项品牌赛事，赛事IP价值突出。目前正稳步推进2021年第十四届全国运动会市场开发项目，继续服务2022年杭州亚运会并已中标成为杭州亚组委票务咨询服务商。同时，作为北京、天津地区冬奥会和冬残奥会特许经营计划特许零售商，公司也已开始预热2022年冬奥特许销售。北京冬奥会及杭州亚运会等国内举办的国际性大赛或成为公司助推器。

重点推荐及受益标的

表5：把握“成长性”和“顺周期”两条主线，重点推荐及受益标的覆盖长视频、短视频、游戏、梯媒、电影及体育板块

公司代码	公司简称	评级	股价	市值	每股收益（元/股）			市盈率（倍）			最新每股净资产
			元	亿元	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	元/股
300413.SZ	芒果超媒	买入	67.50	1,202	0.65	1.03	1.22	104	66	55	5.7
300785.SZ	值得买	买入	101.42	82	2.61	2.05	2.54	39	49	40	10.7
300792.SZ	壹网壹创	买入	118.29	171	3.37	2.4	3.42	35	49	35	9.5
002878.SZ	元隆雅图	买入	24.03	53	0.89	0.76	1.02	27	32	24	3.5
002605.SZ	姚记科技	买入	28.28	114	0.87	2.92	2.28	33	10	12	4.8
002624.SZ	完美世界	买入	28.85	560	1.16	1.31	1.61	25	22	18	5.8
300058.SZ	蓝色光标	未有评级	6.57	164	0.30	1.31	1.61	22	5	4	3.7
603825.SH	华扬联众	未有评级	25.74	59	0.85	1.41	1.96	30	18	13	7.4
603444.SH	吉比特	未有评级	401.80	289	11.28	1.31	1.61	36	308	249	49.3
002555.SZ	三七互娱	未有评级	29.18	616	1.00	1.37	1.63	29	21	18	3.8
002027.SZ	分众传媒	未有评级	10.28	1,509	0.13	1.31	1.61	79	8	6	1.0
002739.SZ	万达电影	未有评级	18.89	421	(2.28)	(0.71)	0.72	(8)	(27)	26	6.6
300027.SZ	华谊兄弟	未有评级	4.49	125	(1.42)	(0.10)	0.15	(3)	(45)	30	1.5
300251.SZ	光线传媒	未有评级	13.58	398	0.32	0.15	0.37	42	93	37	3.0
600977.SH	中国电影	未有评级	13.32	249	0.57	(0.17)	0.59	23	(79)	22	5.8
601595.SH	上海电影	未有评级	12.47	56	0.37	(0.52)	0.37	34	(24)	34	4.9
603103.SH	横店影视	未有评级	17.25	109	0.49	(0.29)	0.58	35	(59)	30	3.0
002905.SZ	金逸影视	未有评级	10.52	40	0.40	—	—	26	—	—	4.1
600136.SH	当代文体	未有评级	8.16	48	0.22	(1.61)	0.70	37	(5)	12	5.2
000681.SZ	视觉中国	未有评级	15.94	112	0.31	0.27	0.40	51	59	40	4.5
600158.SH	中体产业	未有评级	13.63	125	0.12	—	—	117	—	—	2.1

数据来源：Wind、开源证券研究所（未有评级公司盈利预测来自Wind一致预测，股价截至2020年12月4日收盘）

目 录

CONTENTS

1 全年复盘：估值回年内底部，整体业绩触底反弹，疫情影响下，细分板块分化明显

2 成长性主线：视频加速货币化，游戏蛰伏中育新机

3 顺周期主线：梯媒、电影、体育，“否极泰来”

4 风险提示

风险提示

（1）疫情的发展及对线上线下娱乐时长的影响仍存在不确定性；

（2）视频平台格局变迁受到多方面因素影响；

（3）体育大赛后续能否举行仍不确定。

分析师声明

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

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为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。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（buy）	预计相对强于市场表现20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

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

法律声明

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

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

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

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

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

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

开源证券研究所

上海：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮箱：research@kysec.cn

深圳：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮箱：research@kysec.cn

北京：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮箱：research@kysec.cn

西安：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮箱：research@kysec.cn

THANKS

感　　谢　　聆　　听

开源证券