证券研究报告：行业策略报告

增持（维持）

传媒互联网行业2020年中期投资策略：

看好后疫情时期高景气延续，有望驱动行业业绩、估值双击

证券分析师：张良卫
执业证书编号：S0600516070001
联系邮箱：zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师：周良玖
执业证书编号：S0600517110002
联系邮箱：zhoulj@dwzq.com.cn

研究助理：张飞鹏
联系邮箱：zhangfp@dwzq.com.cn

研究助理：郭天瑜
联系邮箱：guoty@dwzq.com.cn

研究助理：李赛
联系邮箱：lis@dwzq.com.cn

2020年07月11日

核心观点

- **游戏：行业迎来新一轮戴维斯双击。**Q2通常为行业淡季，但国内IOS端手游单月下载量数据却表现稳定，2020年6月同比仍有17%的增长，我们预计Q2游戏企业盈利状况保持良好，龙头企业EPS将保持稳定增长。长期来看，2020年手游行业将进入第二轮端转手红利期，头部IP产品云集将有效推动行业增长，云游戏、VR、头条入局等行业后续催化也有望打开行业空间。推荐： 三七互娱、完美世界、吉比特 、游族网络、 世纪华通、宝通科技、姚记科技，建议关注掌趣科技、凯撒文化、富春股份、顺网科技。港股推荐腾讯控股、心动公司、友谊时光，建议关注IGG。
- **视频：网生内容抢占高地，变现模式突破驱动成长。**Q2虽然内容市场产能及供应逐渐恢复，但复工复产背景下有效点击环比Q1出现明显下滑。结构上，网生内容在上半年逆势突围，我们看好网生内容份额提升及在商业变现上的突破。会员上，爱奇艺Q2推出更高单价会员产品，我们看好中国视频会员定价提升空间，随着平台自制能力及品牌价值的提升，后续定价有望持续提升。广告上，预计复工背景下广告大盘有望逐步回暖，且网生内容在广告形式多样化方面逐步超预传统综艺，看好综艺+直播带货有望带来弹性。推荐标的：芒果超媒、新媒股份、哔哩哔哩、爱奇艺。
- **营销：看好分众传媒经营及竞争格局改善。**公司单屏营收再迎拐点，经营状况进入向上周期，同时伴随着竞争格局进入改善周期，盈利弹性增大。当前公司基本面受疫情影响处于底部区间，且盈亏平衡点已下移，预计随着疫情好转，公司业绩会展现比以往更大的弹性，维持公司“买入”评级，建议积极布局。
- **积极关注直播电商、电商SaaS、潮流玩具、在线阅读等新成长赛道。1）直播电商：**行业当前依然处于高成长早期阶段，在618催化背景下，新品类、新品牌加速入局，直播电商在人、货、场领域都在继续往更深领域渗透，建议关注星期六、天下秀等。**2）电商SaaS：**目前国内私域电商GMV渗透率远低于海外，私域商家渗透率仍有较大增长空间，私域商家与GMV有望迎爆发增长，推荐微盟集团，建议关注中国有赞。**3）盲盒玩具**：2019年中国潮流玩具市场规模为207亿，5年CAGR为34.6%，预计2019-2024年均复合增速有望达30%，“潮玩”尚处于发展初期，未来在用户圈层和消费水平方面都具有较大发展空间，建议关注港股泡泡玛特、奥飞娱乐等。4）在线阅读：当前我们当前坚定看好免费阅读市场的潜力，免费阅读下沉市场用户占比高，与付费用户重合度低，将有望为传统在线阅读带来翻倍增量市场，推荐掌阅科技，建议关注中文在线。5）其他标的：美团点评、中公教育等维持“买入”评级。
- *风险提示：疫情影响超预期，市场系统性风险，宏观经济超预期下行，行业政策风险等。*

目录



1、板块复盘：底部修复趋势明显

2、游戏：行业迎来新一轮戴维斯双击

3、视频：网生内容抢占高地，变现模式突破驱动成长

4、营销：看好分众传媒经营及竞争格局改善

5、积极关注小而美高成长赛道

6、其他标的

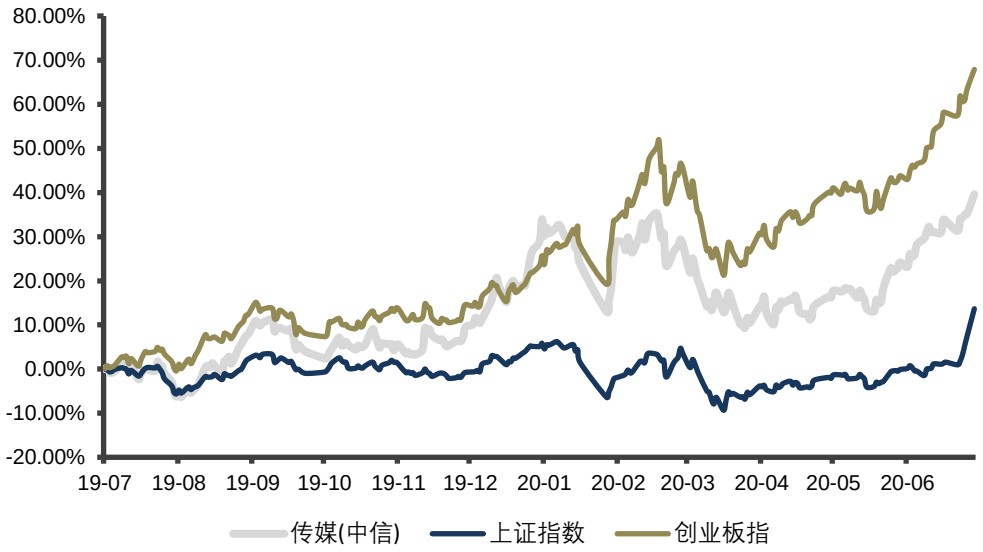
7、风险提示

1、板块复盘：底部修复趋势明显

1.1、底部修复趋势明显，Q2环比更加强劲

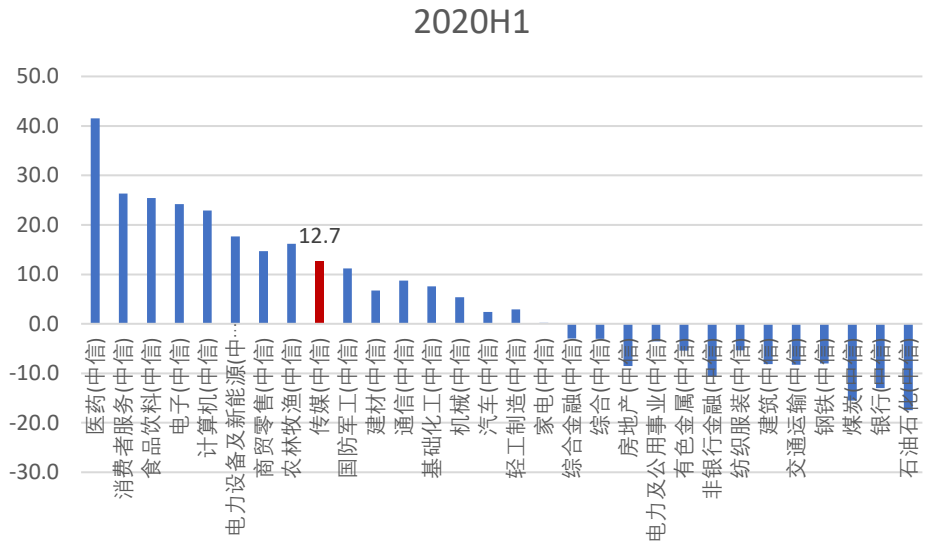
- 在截止2020年7月6日收盘的过去一年时间里，传媒指数上涨39.60%，大幅跑赢上证指数（13.62%），底部修复趋势明显。
- 2020H1传媒板块上涨12.7%，表现在所有板块中居前。在TMT板块中，传媒板块表现优于通信，略输于电子及计算机。

图表1：过去一年传媒（中信）及上证指数、创业板指涨跌走势



资料来源：wind，东吴证券研究所，截止7月6日收盘

图表2： 2020H1行业涨跌幅-中信行业分类（%）

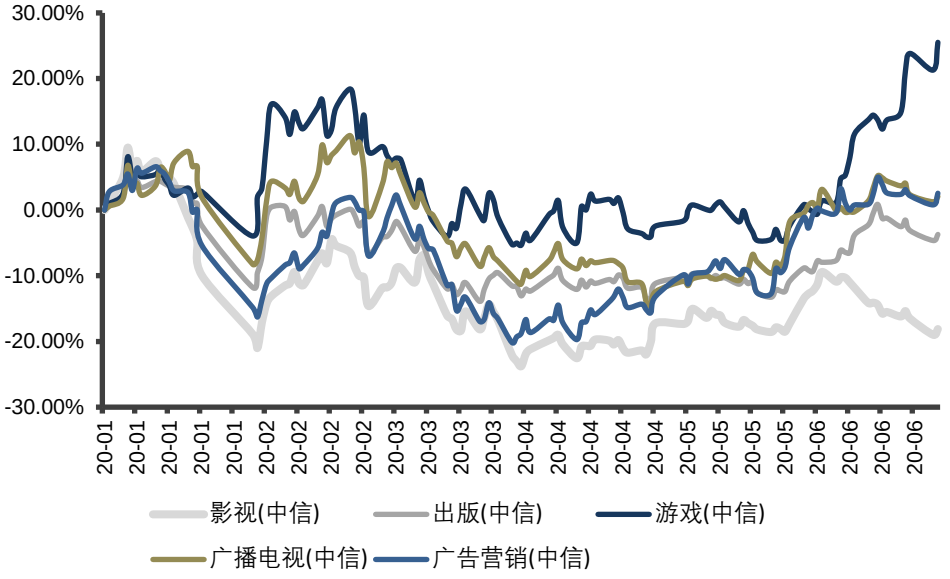


资料来源：wind，东吴证券研究所，截止7月6日收盘

1.2、细分板块整体延续Q1趋势，营销Q2逐渐修复

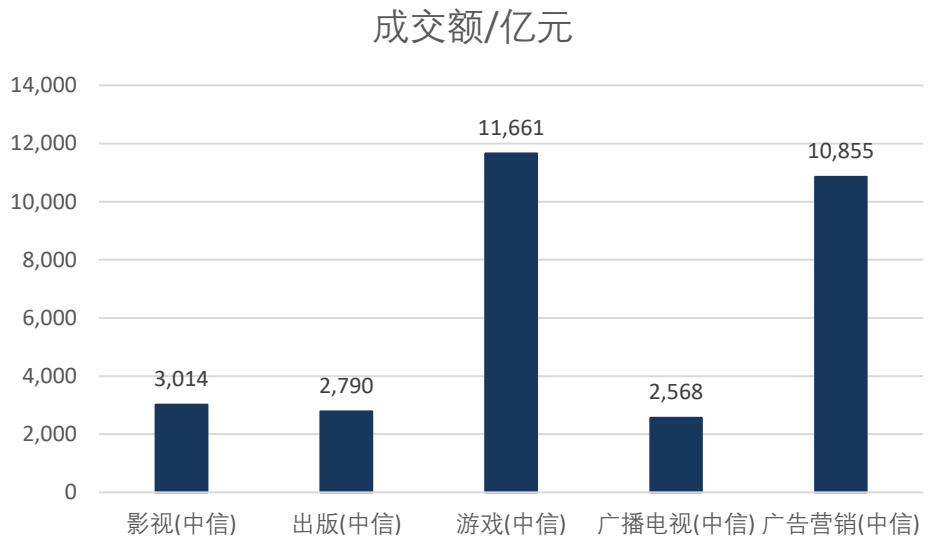
- 细分板块来看，游戏指数H1表现最优，影视及出版板块涨幅落后，广播电视及广告营销板块涨跌幅居中，整体大体延续了Q1的趋势，但营销板块在Q2表现优于Q1。
- 从成交额来看，游戏板块也远超其他板块成交额，其次为广告营销板块，与Q1情况相同。

图表3：2020H1传媒细分板块年初至今涨跌幅（中信分类）



资料来源：wind，东吴证券研究所，截止7月6日

图表4：2020H1主要传媒细分板块成交额



资料来源：wind，东吴证券研究所，截止6月30日

2、游戏：行业迎来新一轮戴维斯双击

2.1 游戏行业经过调整后进入加速上升阶段

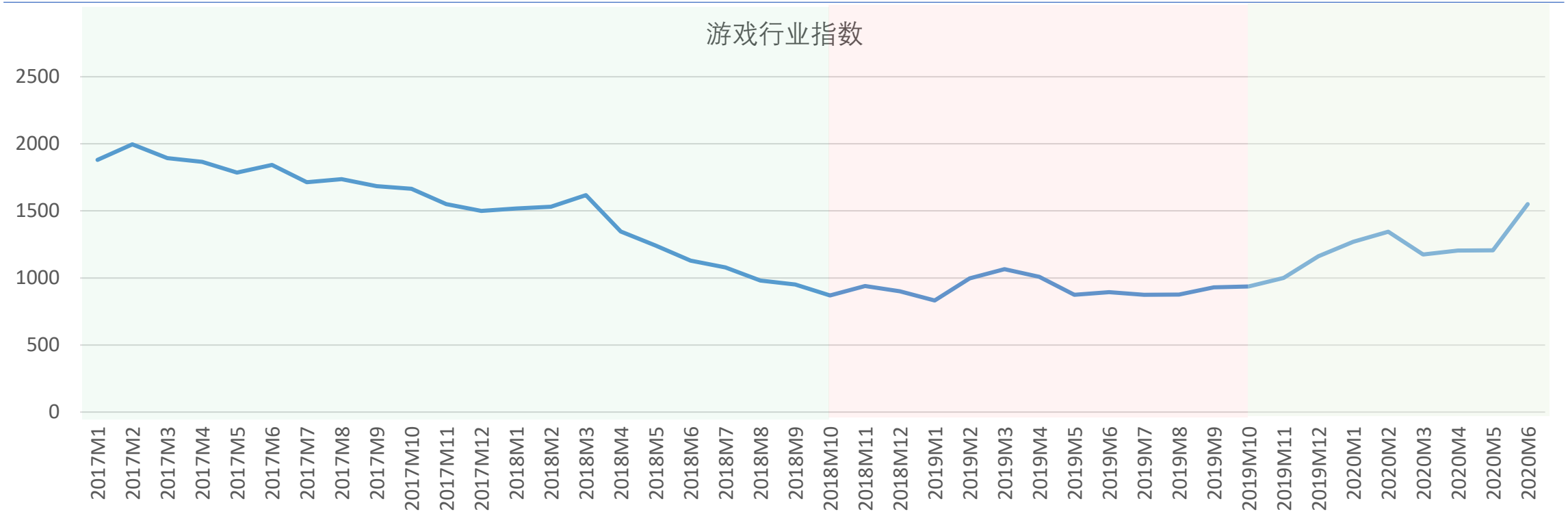
■ 我们将游戏行业指数分为三个阶段：

1）2017M1-2018M9，行业增速放缓叠加2018年版号停发影响，2018年手游行业增速由2017年42%下滑至15%，行业指数处于下行阶段；

2）2018M10-2019M10，版号恢复发放，行业增速恢复至18%，行业指数处于盘整阶段；

3）2019M11-至今，随着行业持续恢复及谷歌Stadia云游戏平台推出，游戏行业指数进入了新一轮加速上升阶段。

图表5：游戏（中信）指数单月变化

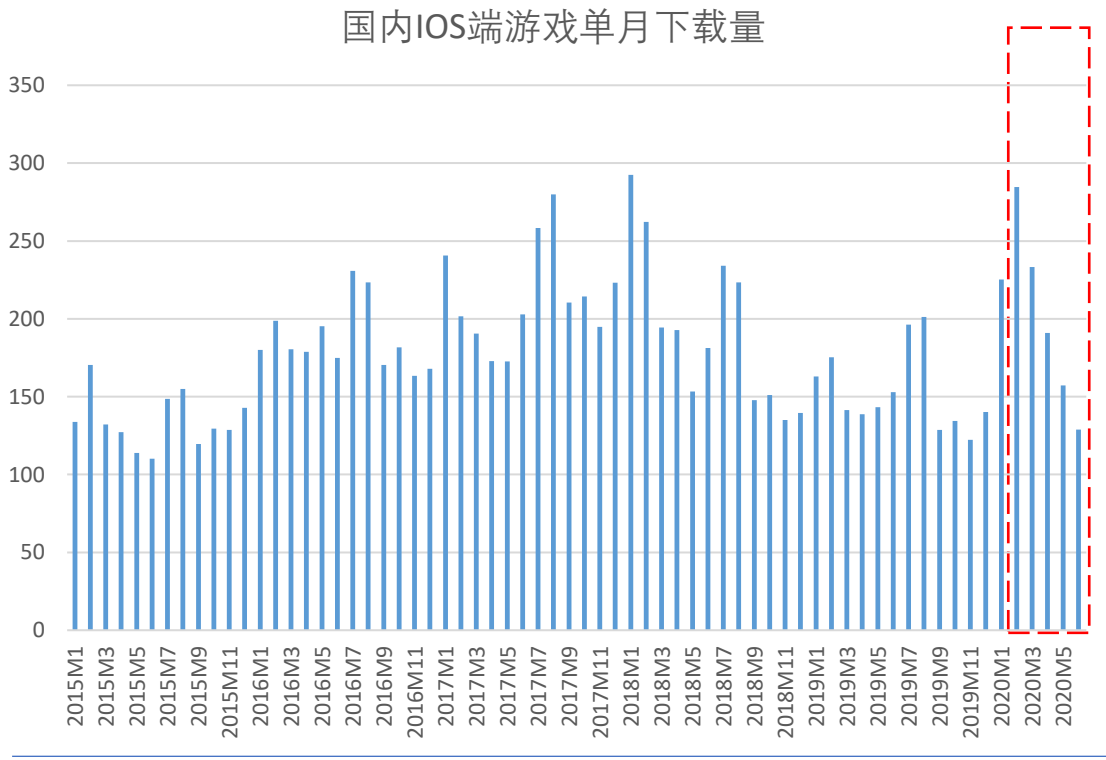


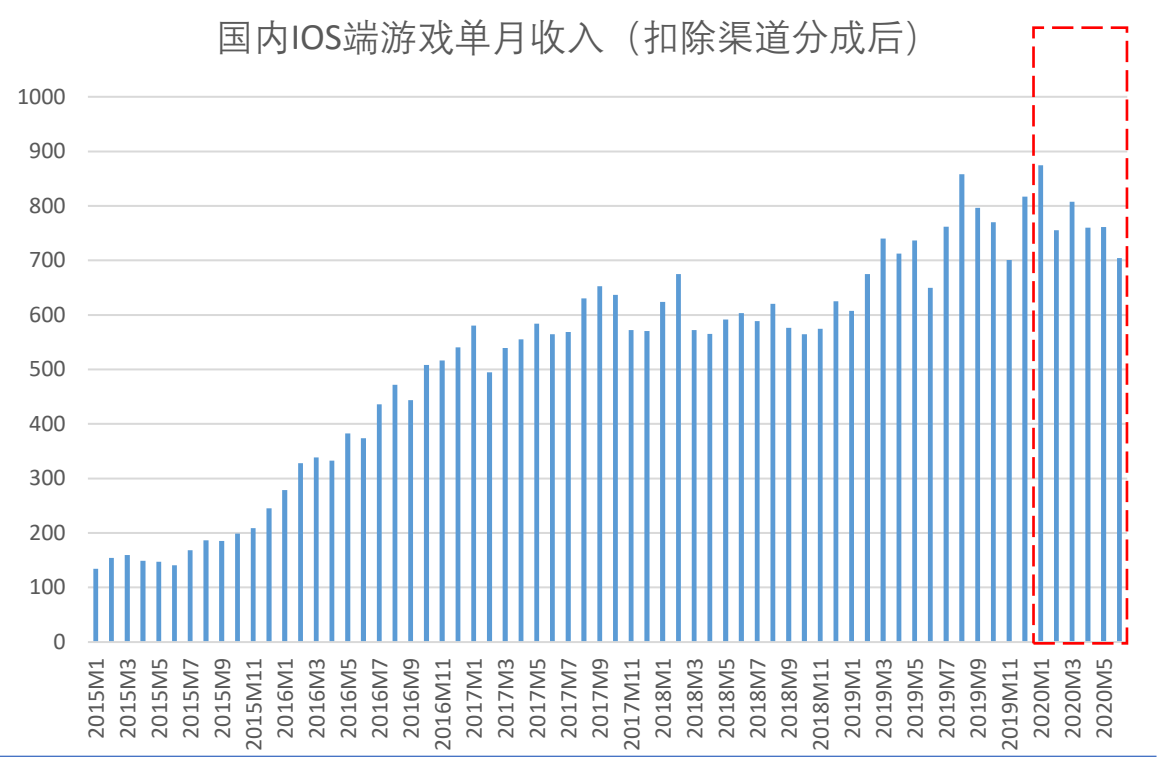
资料来源：Wind，东吴证券研究所整理

2.2 2020Q2国内手游行业收入数据保持稳定

- 观察2020年行业数据，国内IOS端手游单月下载量在疫情期间创下区间内新高，但疫情过后复工复产，单月下载量数据呈环比下降趋势，同时进入二季度通常为游戏行业淡季，没有新产品上线；但国内IOS端手游单月下载量数据却表现稳定，即使2020年6月淡季环比有所下滑，但同比仍有17%的增长。
- 手游行业老产品流水韧性较强，行业收入数据淡季不淡，二季度游戏企业盈利状况保持良好，龙头企业EPS将保持稳定增长。

图表6：2015.1月-2020.6国内IOS端游戏单月合计下载量及发行商收入（单位：百万次/百万美元）





资料来源：Sensor Tower，东吴证券研究所

2.3 行业增速靠供给推动，人均ARPU值回升空间较大

- 手游行业人均ARPU值于 2014-2017年处于高速增长期，2018年增速放缓至6%，2019年增速回升至15%。
- 2014-2017年，手游行业人均ARPU处于高增长阶段，增速高的主要原因在于市场供给充足，不断有新产品推出以推动付费提升，而2018年行业因版号停发影响新增供给不足，单一游戏项目平均生命周期为2-3年，市场新增供给不足且已上线老游戏处于滑坡期，导致行业ARPU值增速明显放缓。2019年版号供给部分放开，手游市场ARPU值恢复至15%，增速回升空间较大。

图表7：国内游戏行业 2008-2019年人均ARPU值及增速

单位：元	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
游戏人均ARPU值	277	229	170	135	147	168	221	263	293	349	343	361
yoy%		-17%	-26%	-21%	9%	14%	32%	19%	11%	19%	-2%	5%
手游人均ARPU值	15	30	30	33	36	36	77	113	155	210	221	255
yoy%		100%	0%	10%	9%	0%	114%	47%	37%	35%	6%	15%
端游人均ARPU值	334	333	247	306	322	353	385	397	373	411	413	433
yoy%		0%	-26%	24%	5%	10%	9%	3%	-6%	10%	1%	5%
页游人均ARPU值	8	15	30	27	30	39	66	74	68	27	26	7
yoy%		88%	100%	-10%	11%	30%	69%	12%	-8%	-60%	-4%	-72%

资料来源：中国音数协游戏工委（GPC）&国际数据公司（IDC），东吴证券研究所

2.4 手游行业今夏将迎来新一轮大产品周期，助推行业加速增长

- 游戏行业经历了2018年版号停发，大量产品项目延期，中小企业出清，因游戏研发周期在一年左右，因此2019年暑期游戏市场供给明显不足。
- 2018年10月起版号重新发放，游戏企业经过产品研发周期于今年暑期迎来新一轮产品高峰，市场产品供给较过去两年大幅提升，将有效助推企业盈利提升。

图表8：2020年暑期档重点游戏

腾讯《地下城与勇士》



掌趣《真红之刃》



完美世界《新神魔大陆》



盛趣游戏《龙之谷2》



西山居《剑侠情缘2：剑歌行》



网易《猎手之王》



西山居《剑侠世界》



腾讯《画境长恨歌》



心动网络《深渊地平线》



网易《实况足球经理》

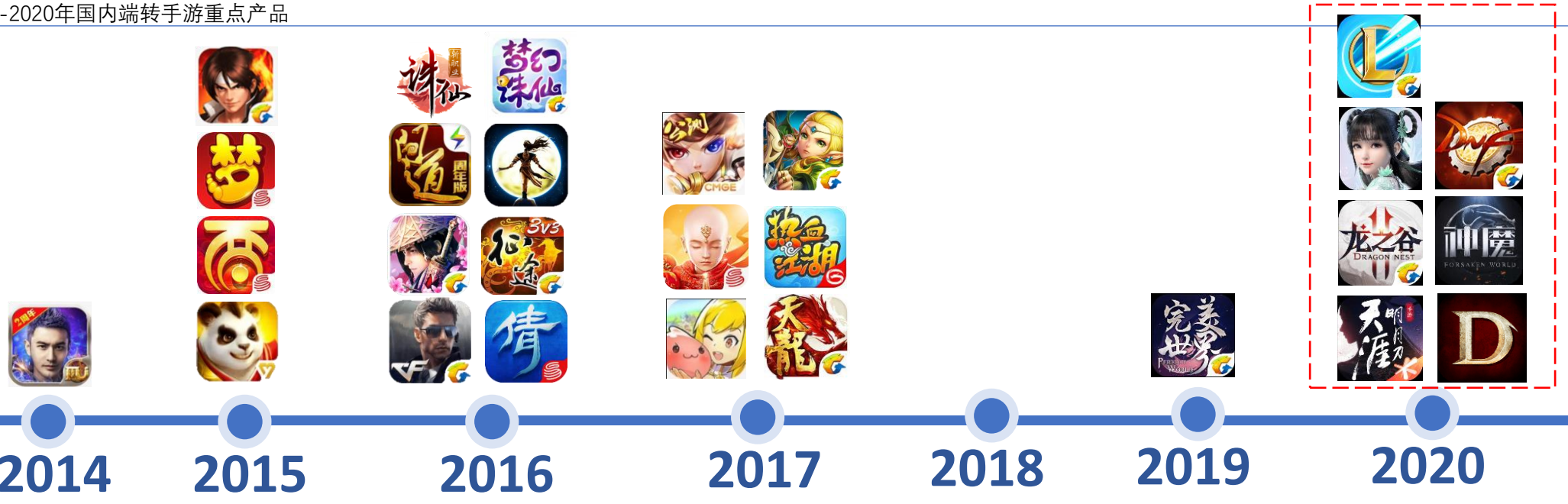


资料来源：游资网，东吴证券研究所

2.5 第一轮端转手红利结束，第二轮端转手及IP系列化即将到来

- 手游行业自2013年爆发起，支撑各大传统端游厂商成功转型手游的核心为端游IP手游化，使得当年大部分端游厂商如今仍保持手游大厂地位。
- 游戏行业第一轮端游转手游从2014年起，至2017年结束，2018年没有端转手产品，2019年仅有一款《完美世界手游》，第一轮端转手红利结束致使行业进入盘整期。
- 2020年手游行业将进入第二轮端转手红利期，重点产品有腾讯的《英雄联盟手游》、《地下城与勇士》及《天涯明月刀》，同时也将开启新一轮端游IP的系列化产品周期，重点产品有完美世界的《梦幻新诛仙》及《神魔大陆》，盛趣游戏研发腾讯发行的《龙之谷2》等，头部产品云集将有效推动行业增长。
- 传统端游大厂将借助新一轮手游IP改编拉开与中小厂商差距，同时实现业绩稳定增长。

图表9：2014-2020年国内端转手游重点产品

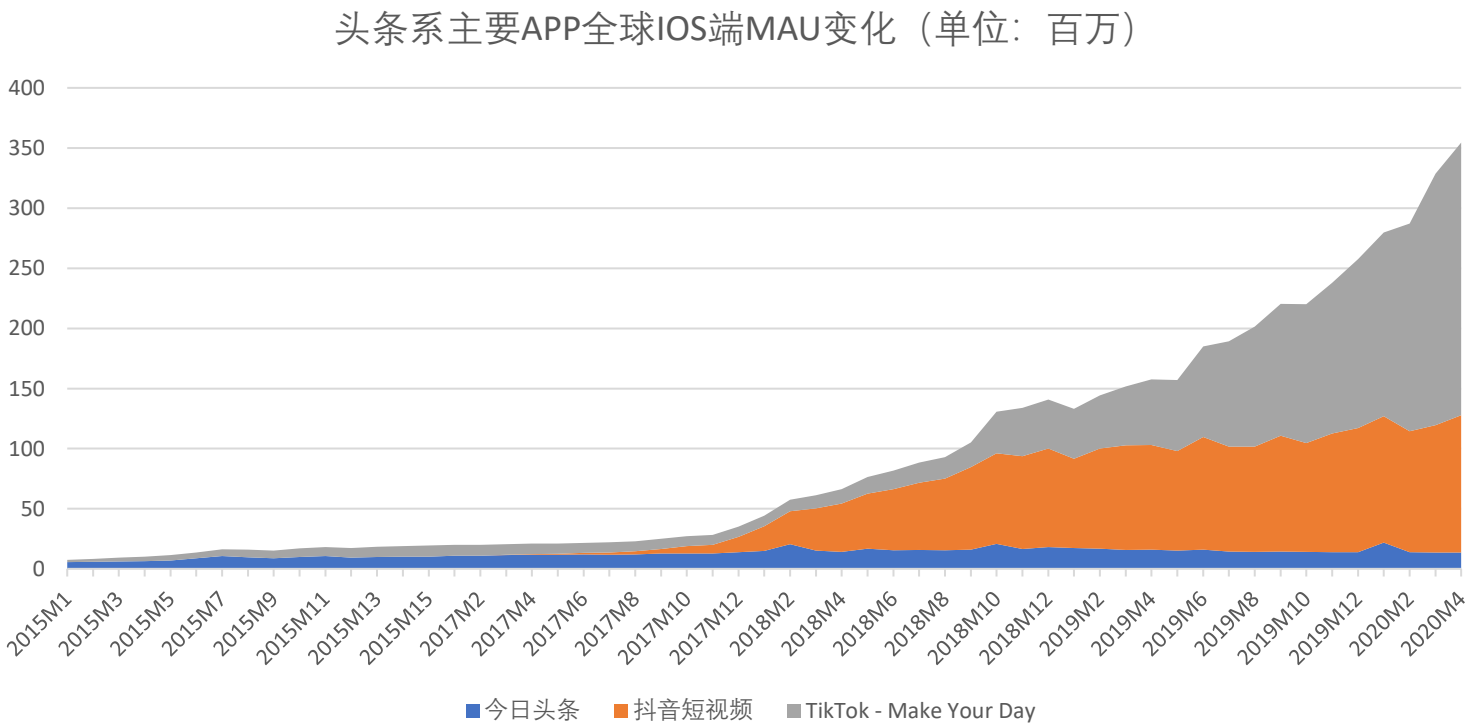


资料来源：东吴证券研究所整理

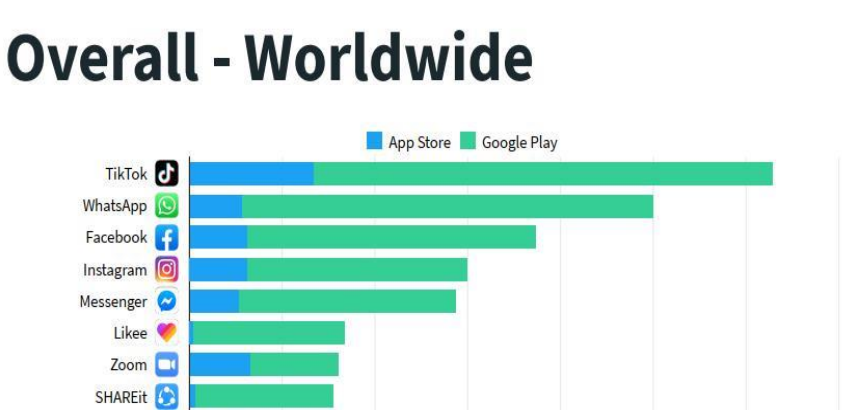
2.6 今日头条系将打破现有行业格局，提升研发商溢价能力

- 今日头条系产品活跃度不断上升，而游戏为互联网最高效变现模式。目前头条系已全面布局游戏研发及发行团队，据我们产业调研了解到，研发及发行团队正在迅速扩充。头条系进入游戏发行与研发领域，长期来看将利用其庞大用户基数进行游戏变现，有利于打破渠道现有格局，利于手游行业长期健康发展。
- 根据Sensor Tower报告，2020Q1海外下载量Tiktok排名全球第一。

图表10：头条系主要APP全球IOS端MAU变化（单位：百万）



图表11：2020Q1海外应用下载量排行

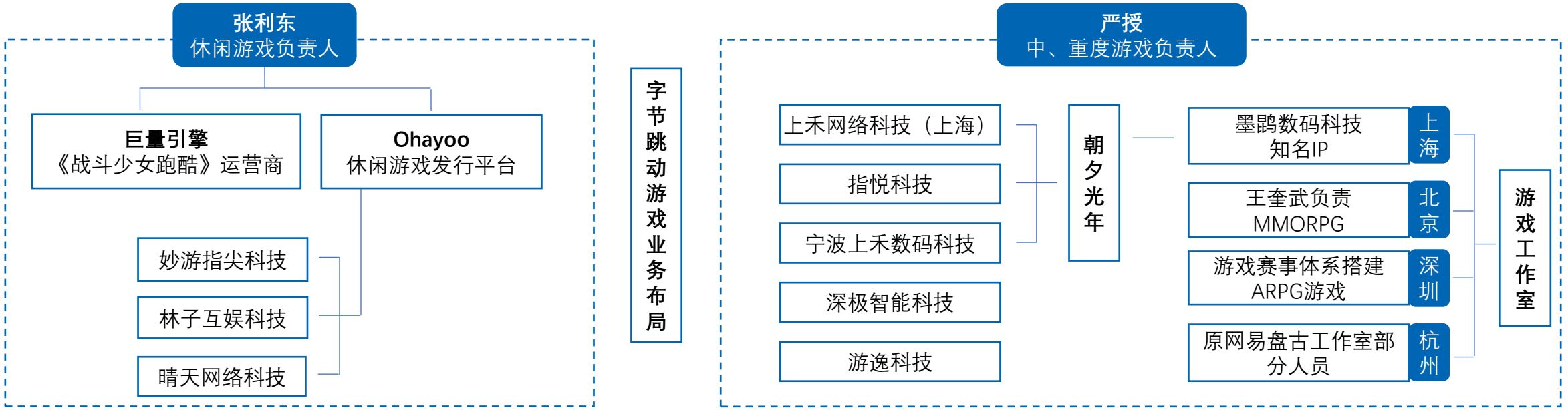


资料来源：Sensor Tower，东吴证券研究所

2.7 头条系游戏布局策略

- **策略：从内容广告运营到轻度游戏再到重度游戏自研和代理。**首先在今日头条、抖音等自有渠道上通过对游戏内容、广告的运营，建立起用户认知；再通过独家代理小游戏、休闲游戏来聚拢和进一步教育用户，并以此积累活跃游戏玩家的用户画像；有了游戏土壤后，通过代理与自研的重度游戏进行收割。
- **架构：分为超休闲和重度独代研发两大板块，严授全面负责游戏业务。**进军游戏领域前期字节跳动未专门设立游戏部门，而是由商业化部门和战略投资部门分管超休闲和重度游戏独代和研发两大板块，目前已经在重度游戏板块于北京、上海、深圳、杭州四地组建了核心团队，头条向游戏业务倾注更多资源和精力，团队多达千人。

图表12：游戏业务布局



资料来源：Tech星球，东吴证券研究所绘制

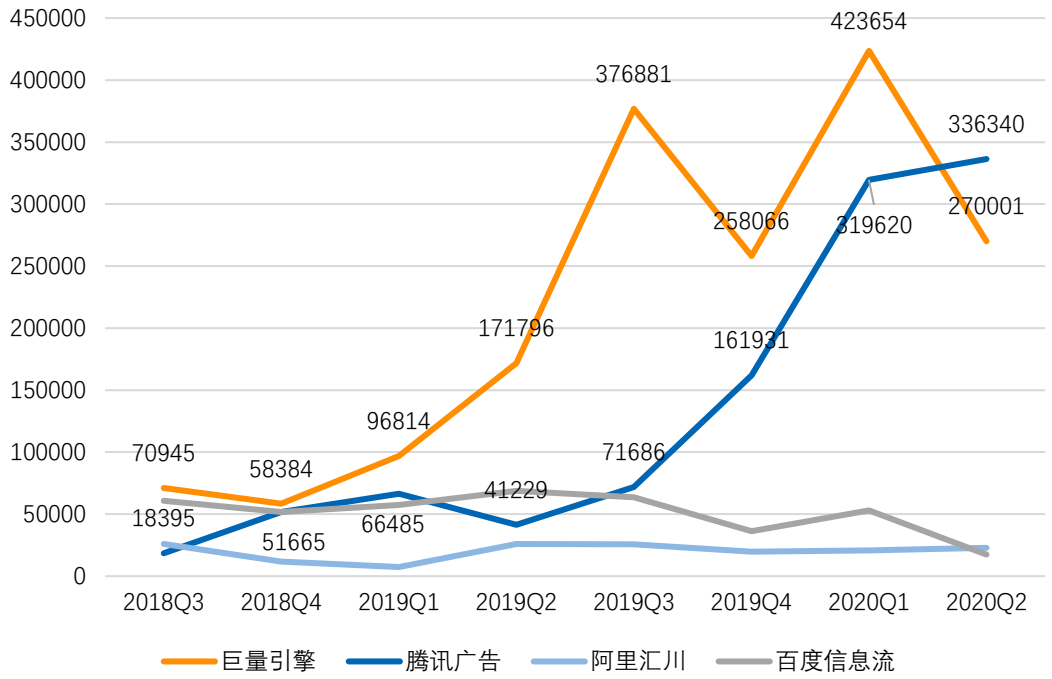
2.8 从休闲小游戏入手，逐步布局重度游戏

- **以休闲类轻度游戏为切入口，携带爆款基因初涉游戏领域。**除了游戏广告的投放，2018年起，头条、抖音等都开辟了游戏中心进行游戏分发或以小程序形式提供游戏体验。2019年2月18日，“抖音游戏”官方账号发布了一款名为“音跃球球”的小游戏，其爆红带动了抖音DAU的上升，此后字节跳动旗下发行团队Ohayoo又代理/联合发行推出了多个爆款游戏。2020年春节期间，头条系参与的多款游戏登上了App Store排行免费榜前十，甚至在春节当天游戏类免费榜Top 5中占据三席，排名超越和平精英。

图表13：头条系参与的主要游戏信息

游戏名称	时间	种类/性质	开发方	运营方式
音跃球球	2019.2	音乐游戏小程序	字节跳动	Ohayoo自研发行
我功夫特牛	2019.9	武侠RPG	PeakX Games	Ohayoo发行
小美斗地主	2019.8	棋牌	姚记科技	字节跳动独代发行
脑洞大师	2019.11	解谜	Eyewind	Ohayoo代理发行
消灭病毒		竖版飞行射击	Kunpo	Ohayoo代理发行
是特工就上一百层	2019.12	冒险闯关		Ohayoo代理发行
我的小家	2019.7.14	三消	Zenjoy	Kunpo发行，字节跳动合作发行
我飞刀玩得贼6	2019.1	IO竞技	睡神飞工作室	Ohayoo代理发行

图表14：各流量平台广告区间广告出现次数对比



资料来源：手游那点事，App Growing，东吴证券研究所

2.9 云游戏不断推进中，助力行业估值提升

- 2020年将会是国内主流云游戏平台进入测试的一年，随着云游戏平台测试及逐步落地，将为研发商在云游戏时代核心IP再次移植变现打开空间，而游戏平台依靠优质内容驱动，优质游戏研发商在行业爆发期溢价能力将显著提高。
- 完美世界的重点MMO产品《新神魔大陆》于2020年7月2日正式上线，同时云游戏版本也正式上线，云游戏产品正在逐步兑现。

图表15：各云游戏公司收费模式及产品特点

所属公司	华为	网易	腾讯云	动视云	海马云	NVIDIA	GOOGLE
平台	华为云电脑	网易云游戏 BETA	START	格来云游戏 Gloud Games 云端超级游戏主机	集游社 海马云出品	NVIDIA GEFORCE NOW	STADIA
上线时间	2018.6	2019.11	2019.3	2014.05	2018	2015	2019.11
覆盖终端	移动端	PC端、移动端	主机端、PC端、移动端	主机端、PC端、移动端	PC端、移动端	主机端、PC端、移动端	主机端、PC端、移动端
收费模式	订阅制+时长制	目前免费	目前免费	订阅制+买断制	时长制+广告费	时长制	订阅制
收费情况	包月：经济型29.80元/月，标准型59.8元/月； 按需：经济型2元/小时，标准型：4元/小时，游戏型：8元/小时	目前C端用户免费使用，后续收费模式不明	目前处于内测阶段，C端用户免费使用，后续收费模式不明	永久套餐：基本位于150-300元 包月套餐：基本位于25-50元 包周套餐:基本位于10-25元 包天套餐：基本位于5-15元 会员：包月VIP23.9元，三个月VIP70元，六个月VIP136元，包年VIP258元，可获得云贝返还，可用于购买云贝支持游戏，享受排队优先级、1080超清画质等特权	云玩1小时1元，云玩5小时3元，云玩10小时6元，游戏开始前有广告展示	点数购买：25美元2500点（初始免费送1000点） 点数消耗：GTX 1060系统每分钟消耗2点，GTX 1080系统每分钟消耗4点。	每月服务费为10美元（约人民币70元）。 “创始人”版售价130美元（约人民币920元），包括3个月的高级服务，3个月过后每月服务费10美元

资料来源：东吴证券研究所梳理

2.10 VR游戏进入发展快车道，助力行业估值提升

- 3月24日，Valve推出VR游戏新作《半条命：爱莉克斯》，游戏一经推出获得所有海外媒体都给出了接近满分的评价，《半衰期：爱莉克斯》动用了Valve内部史上最大规模的开发团队，经过数年的摸索完成，给予玩家成为了大片的主人公的体验。在Steam上，目前游戏的评价达到了8000条，好评率达到了97%。而在metacritic上，玩家们的评分也高达92分。
- 我们认为，《半条命：爱莉克斯》对VR云游戏行业具有里程碑意义，将推动行业进入发展快车道，也将为研发商在核心IP再次移植变现打开空间。完美世界作为Valve国内唯一代理商，将充分受益；宝通科技投资VR游戏内容商北京哈士奇科技，也将受益于本轮行业红利。

图表16：《半条命：爱莉克斯》游戏画面



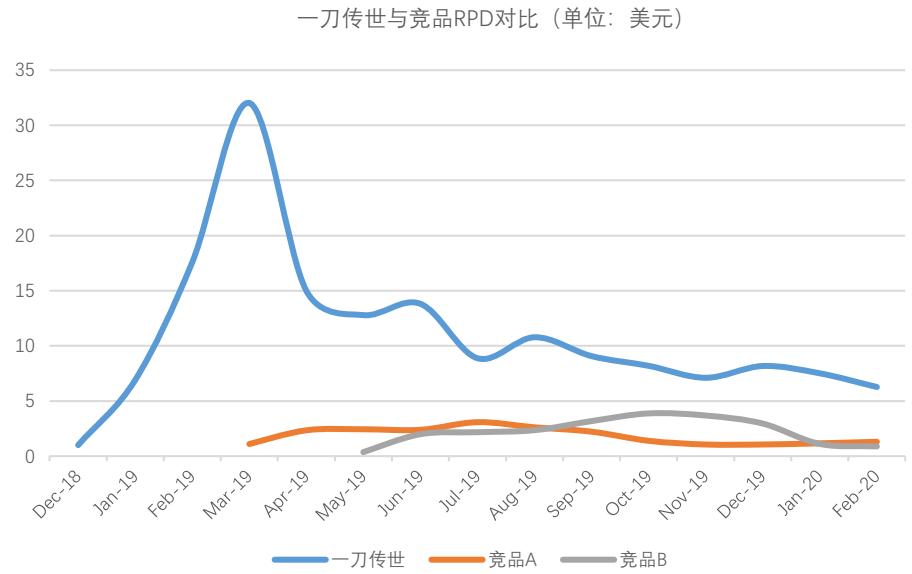


资料来源：游戏截图，东吴证券研究所

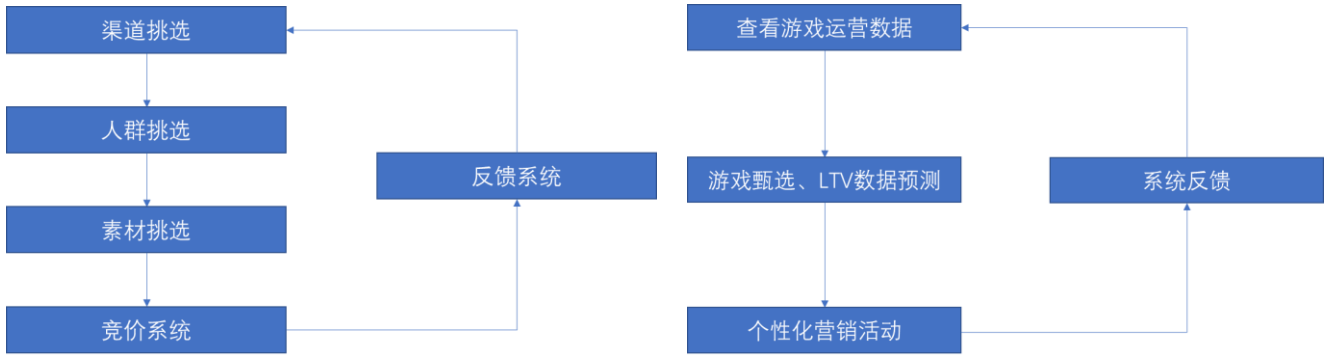
2.11 三七互娱：核心品类逆周期扩张，建立长期竞争壁垒

- 2018-2019年，ARPG市场因版号限制而萎缩，但三七互娱在该品类却实现逆周期扩张，大幅抢占市场份额，从产品盈利指标PRD（Revenue Per Download）来看，三七互娱盈利能力远高于竞争对手，持续扩大广告投放及收入规模，不断积累用户及广告投放素材，同时增强媒体溢价能力，长期迫使中小厂商出清，提升自身利润率。
- 公司依靠“量子”智能广告投放系统实现7*24h自动化广告投放，实现了广告投放CPA（单次投放成本）与提升ROI（回报率）的目标；依靠“天机”系统实现了游戏智能化运营分析，有效提高用户粘性，提升用户LTV（用户全生命周期价值），不断提高自身竞争壁垒。

图表17：头条一刀传世与竞品PRD指标（单次下载所产生收入）对比（单位：美元）



图表18：三七互娱“量子”智能广告投放系统与“天机”智能游戏运营系统



资料来源：Sensor Tower，东吴证券研究所

2.12 完美世界：强大研运体系，核心IP系列化变现

- 完美世界拥有《诛仙》、《完美世界》、《武林外传》、《笑傲江湖》、《神雕侠侣》、《神魔大陆》、《射雕英雄传》、《梦间集》等数十款游戏核心IP，可进行IP系列化变现， 2019年底上线的《新笑傲江湖》表现大超市场预期，2020Q3重点产品《新神魔大陆》于2020年7月2日正式上线，后续《梦幻新诛仙》有望持续爆款，持续验证公司强大研运体系及持续创造爆款能力。
- Valve推出爆款VR游戏《半条命：爱莉克斯》具有里程碑意义，将推动行业进入发展快车道，完美世界作为Valve国内唯一代理商，已代理《Dota2》、《CS:GO》、《创世战车》及Steam中国，未来或将拿到《半条命：爱莉克斯》国内代理权，将充分受益。
- Steam中国平台有望于2020年上线，公司将成为强平台+强研发行业龙头，长期提升行业地位及业绩稳定性。

图表19：完美世界系列游戏产品

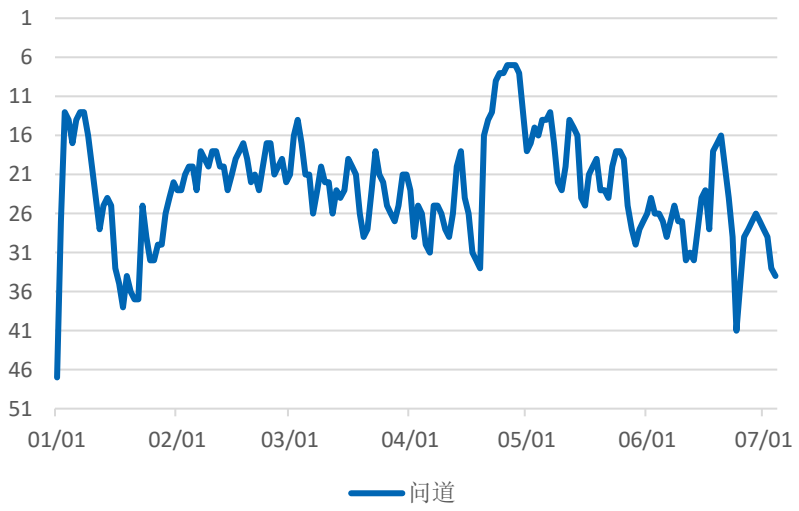


资料来源：Sensor Tower，东吴证券研究所

2.13 吉比特：《最强蜗牛》上线表现亮眼，精品战略显成效

- 自研重点游戏《问道手游》上线3年多，长线运营优异，一季度iOS游戏畅销榜平均排名为23名，二季度iOS畅销榜平均排名为22名，问道IP运营已经较为成熟，预计《问道手游》仍将延续稳定表现。青瓷数码（公司控股36.91%）自研的放置类新游《最强蜗牛》是公司精品战略投资方向下产出的爆款，上线一周均位列iOS游戏畅销榜TOP5，最新（7.4）排名第三，据Sensor Tower数据库，《最强蜗牛》iOS端日均流水有望接近千万水平，同时公司拥有《最强蜗牛》港澳台地区发行权，预计7月上线。
- 公司目前游戏产业链覆盖研发+发行（雷霆游戏）+投资（吉相资本），践行精品战略，目前储备有30-40款多品类游戏，后续10余款产品有望年内陆续上线，其中ARPG《魔渊之刃》、放置类《精灵魔塔》《不朽之旅：重生》《冒险与深渊》、经营模拟类《石油大亨》均已获版号，有望今年上线贡献增量业绩。

图表20：《问道手游》20年iOS游戏畅销榜排名



图表21：《最强蜗牛》20年iOS游戏畅销榜排名



图表22：吉比特游戏储备情况(预约数为TapTap平台预约)

类型	游戏	预约数	上线时间
ARPG	魔渊之刃	35万	Q3
Roguelike	军团	4.4万	-
放置	精灵魔塔	0.7万	-
	不朽之旅	5.7万	Q3
	一念逍遥	7.6万	Q3测试
	冒险与深渊	5.6万	Q4
即时战略	荣誉指挥官	2.6万	Q4
经营模拟	石油大亨	12.3万	Q3
MMO	白之物语	6.9万	-
RPG	复苏的魔女	8.9万	-

资料来源：七麦数据，TapTap，东吴证券研究所

2.14 游戏公司推荐

游戏行业公司推荐：

1）推荐游戏行业龙头公司： 三七互娱、完美世界、吉比特 、游族网络、 世纪华通、宝通科技，建议关注掌趣科技。

2）腾讯控股作为游戏行业护城河最高的领军者，长期看好其行业地位及竞争力，持续推荐。推荐具有优质分发渠道且在快速成长期的心动公司。独家推荐女性龙头手游公司友谊时光，建议关注具有全球发行能力的SLG龙头公司IGG。

3）推荐姚记科技，建议关注凯撒文化、富春股份、顺网科技等。

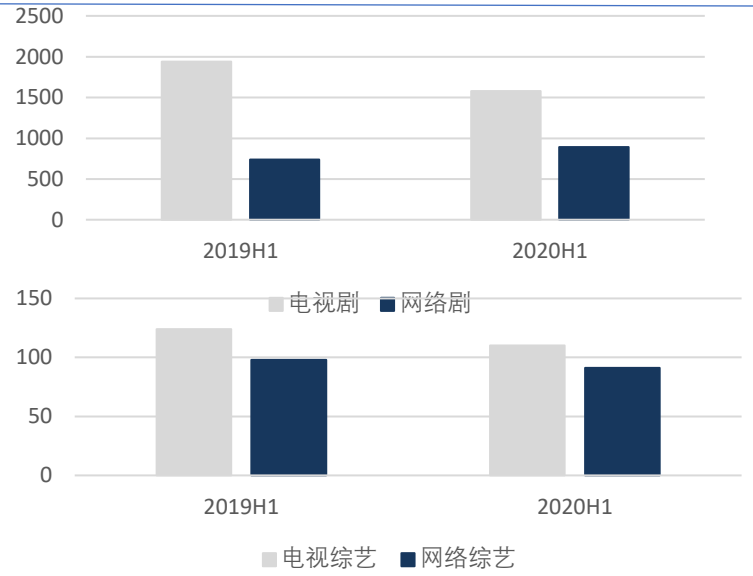
风险提示：系统性风险，行业监管趋严，竞争加剧风险

3、视频：网生内容抢占高地，变现模式突破驱动成长

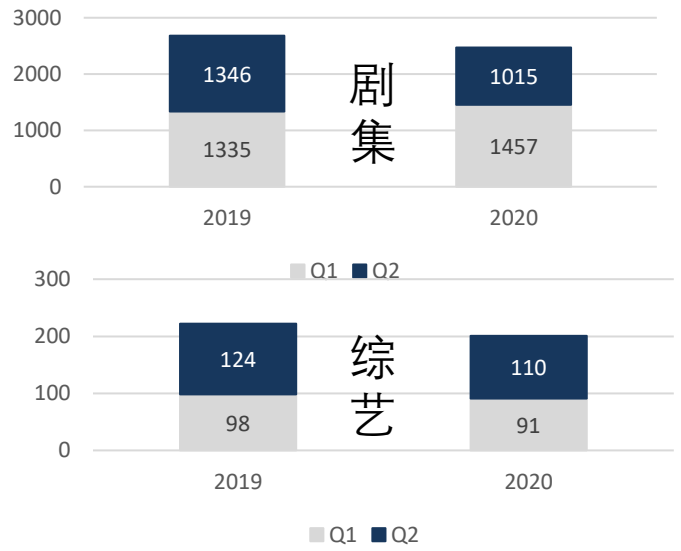
3.1、疫情高峰过后Q2总播放环比有所下滑，网生内容抢占高地

- **剧集：**2020上半年全网剧集有效播放2472亿，同比下滑8%。Q1疫情下线上娱乐内容消费爆发式增长，同比增长9%，Q2复工复产，用户视频观看需求减弱，同时大剧疲软、上新量不足，Q2全网剧集有效播放大幅下滑，同比降低25%，环比Q1降低33%。网生内容仍然保持较高增速，2020上半年网络剧有效播放达896亿，同比提升20%，占比由28%提升至36%。
- **综艺：**2020H1全网综艺正片有效播放201亿，同比下滑9%；2月下旬以来，《王牌对王牌第5季》《朋友请听好》《青春有你2》等综艺陆续开播，综艺市场逐渐回暖，3月偶像选秀热潮回归，有效播放环比提升32%；《青春有你2》《王牌对王牌第5季》收官，6月综艺市场有效播放大幅缩减。

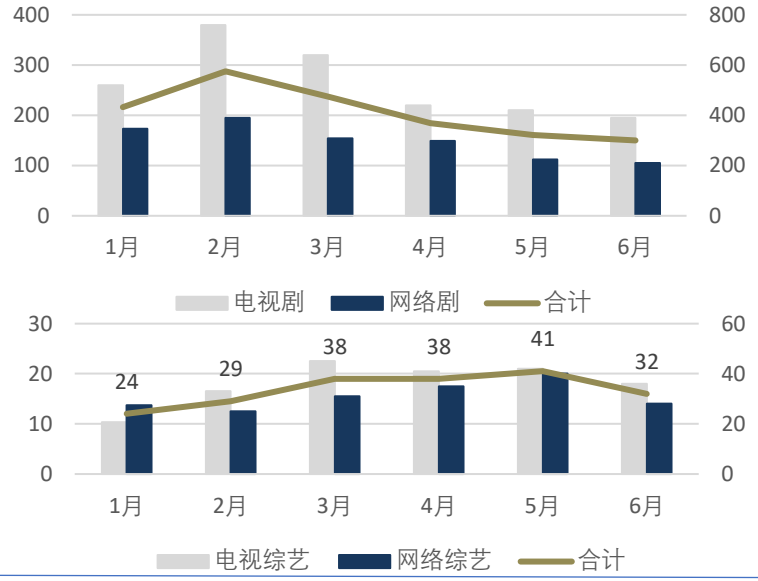
图表23：上半年全网剧集、综艺正片有效播放(亿)



图表24：上半年剧集、综艺有效播放量回落（亿）



图表25：上半年全网剧集、综艺正片有效播放（亿）

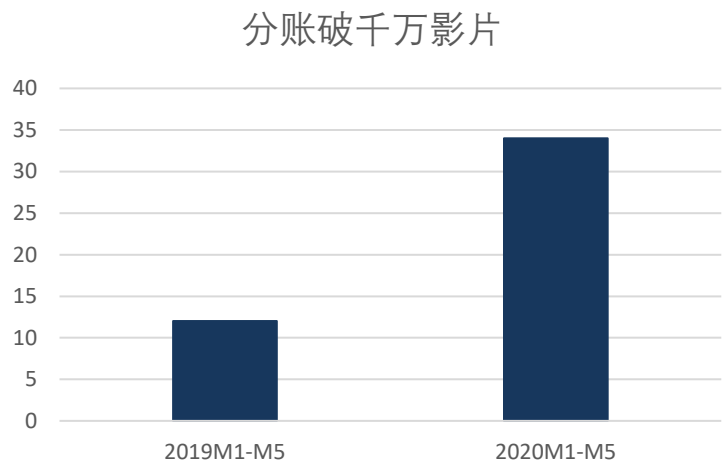


资料来源：云合数据，东吴证券研究所

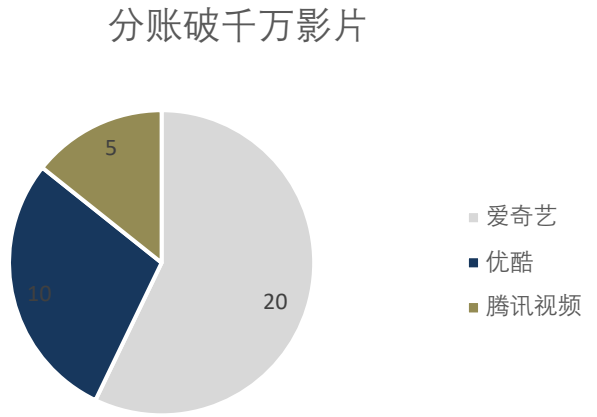
3.1、疫情高峰过后Q2总播放环比有所下滑，网生内容抢占高地

- 网络大电影方面，截止2020年5月31日，票房分账破千万的网络电影已经有34部，而2019年同期破千万的影片仅12部，同比增长2.83倍。并且呈现出“爱优腾”视频平台持续发力进行差异化竞争，现象级作品集中在古装、玄幻题材，整体盈利能力提升，在电影市场的地位上升等趋势。其中，爱奇艺有20部影片超千万，优酷有10部，腾讯视频则为5部，暂时形成了“一超两强”的格局。

图表26：分账破千万影片数量（部）



图表27：各平台分账破千万影片数量（部）

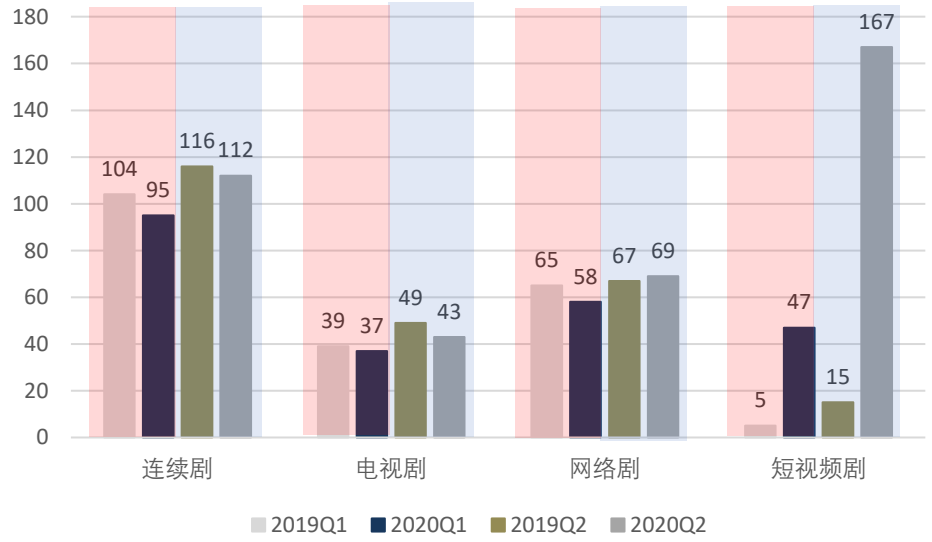


资料来源：爱奇艺、优酷、腾讯视频，东吴证券研究所

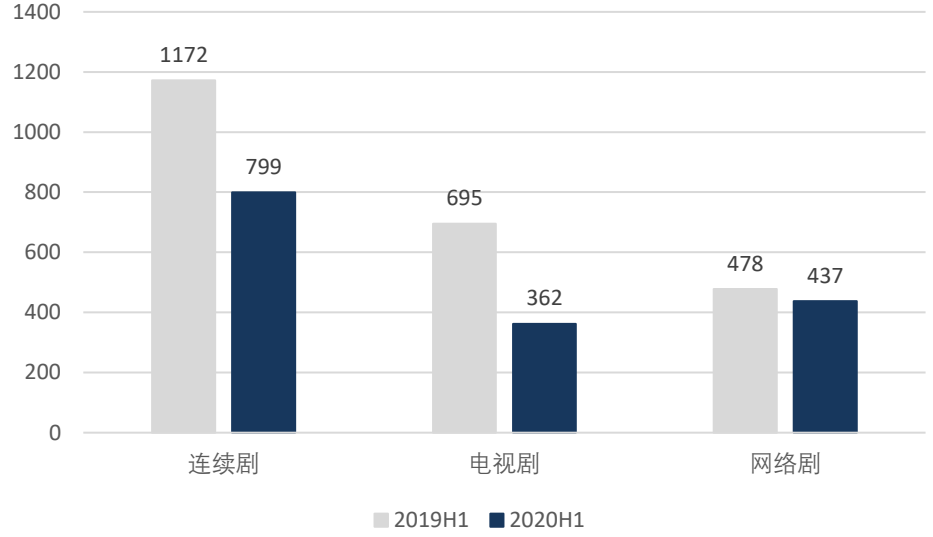
3.1、疫情高峰过后Q2总播放环比有所下滑，网生内容抢占高地

- **剧集上新方面，**2020H1连续剧上新207部，同比缩减13部，其中电视剧减少8部，网络剧减少5部；上新连续剧累计有效播放799亿次，电视剧同比下滑48%，网络剧下滑9%，网络剧有效播放占比进一步提升至55%（2019H1为41%）。
- **网剧市场口碑大幅提升：**2020上半年头部大剧数量减少，仅网络剧《爱情公寓5》有效播放突破46亿，而2019H1《都挺好》等三部电视剧及网络剧《破冰行动》共4部剧有效播放均突破50亿。2020年以来精品短剧实现突围进入头部市场，《唐人街探案》《我是余欢水》《不完美的她》《龙岭迷窟》等短剧均在TOP50榜单内。口碑方面，2020上半年剧集口碑较19年进一步提升，破8分内容共8部，增加5部，其中《隐秘的角落》目前8.9分，评分人数达48.6万，成为近3年来豆瓣评分及评分人数TOP3剧集。

图表28：剧集上新量（部）



图表29：上新剧正片有效播放（亿次）

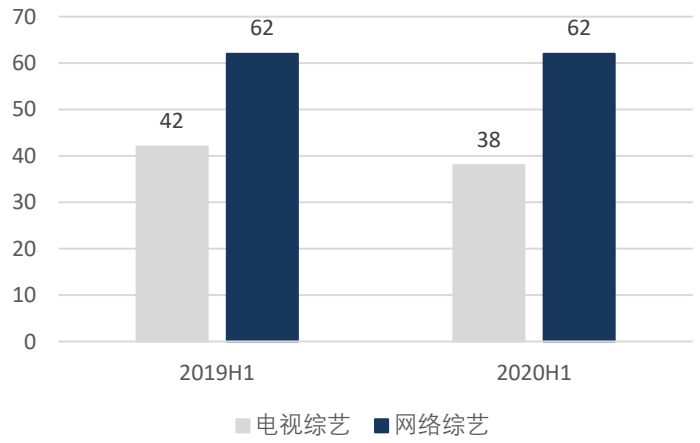


资料来源：云合数据，东吴证券研究所（备注：短视频剧为单集时长20min以下剧）

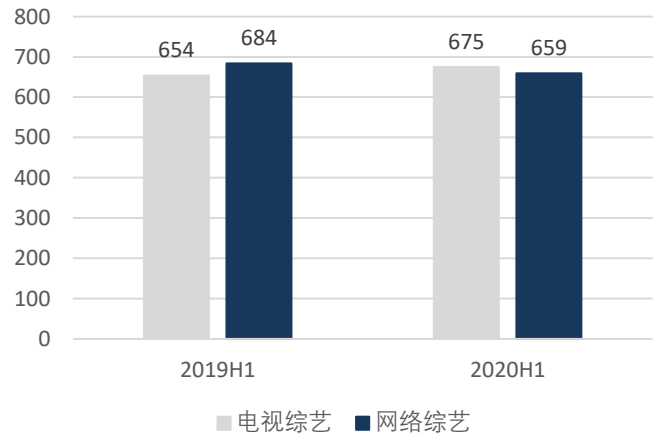
3.1、疫情高峰过后Q2总播放环比有所下滑，网生内容抢占高地

- **产能逐渐恢复，网络综艺占比进一步提升。**2020H1季播综艺上新100部、1334期，其中电视综艺减少4部，网络综艺维稳；上新综艺有效播放大幅度下滑，累计125亿，其中电视综艺、网综均缩减20亿左右。2020Q1/Q2分别上新48、52部；Q1疫情下综艺受制作模式影响，上新供应不足，13部云综艺扎堆上线，随着Q2综艺市场回归正常，云综艺逐渐淡出。
- **从关注度上来看**，三个视频平台自制女团选秀综艺包揽全舆情热度TOP3，分别为芒果TV《乘风破浪的姐姐》、爱奇艺《青春有你2》、腾讯视频《创造营2020》。

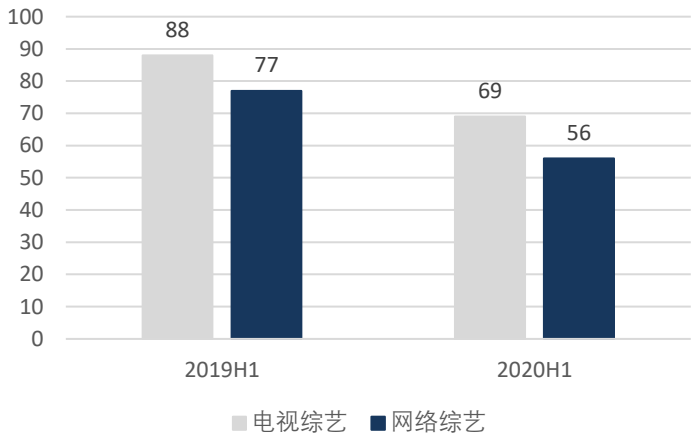
图表30：上新部数（部）



图表31：上新期数（期）



图表32：有效播放（亿次）



资料来源：云合数据，东吴证券研究所

3.2、变现模式突破驱动平台成长

- **爱奇艺推出更高单价会员产品，预计会员ARPU有望持续提升。**Q2爱奇艺率先推出全新的会员服务——“星钻VIP会员”，这一会员产品普通单月的价格相比“黄金VIP会员”增长203%。

  - 会员的增长与网生内容密切相关，本质上，会员收入是观众对平台支付的品牌溢价，会员产品的运营增强了用户对平台的粘性，通过强化平台个性化的运营能力，能够提升平台用户的稳定性。
  - 中国视频会员定价有较大的提升空间，随着平台自制能力及品牌价值的提升，后续定价有望持续提升。

图表33：各平台当前的会员产品及定价

	会员产品	连续包年	连续包季	连续包月	12个月	3个月	1个月
爱奇艺	黄金VIP会员	178	45	15	198	58	19.8
	星钻VIP会员	**398**	**118**	**40**	**418**	**138**	**60**
腾讯	腾讯视频VIP	178	45	15	198	58	20
	超级影视VIP	238	60	18	238	60	25
优酷	优酷VIP会员	178	45	15	198	56	
	酷喵VIP会员			29	259	79	49
芒果TV	PC移动影视会员	178	45	15	198	55	20
	全屏影视会员	285	72	35	231	85	35

图表34：主要视频平台2020Q1会员内容播放表现

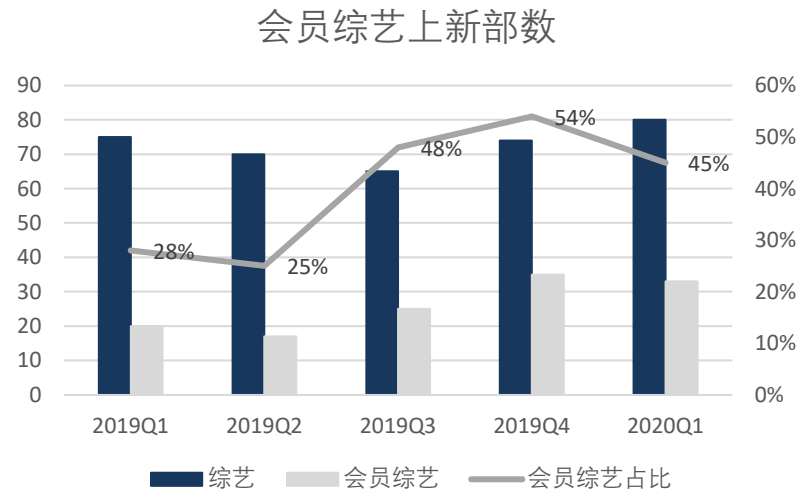


资料来源：云合数据，东吴证券研究所

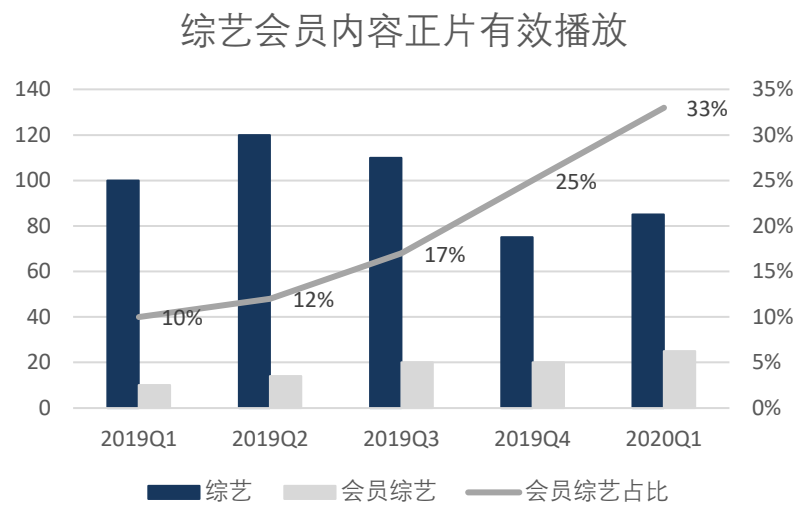
3.2、变现模式突破驱动平台成长

- 当前爱奇艺、优酷、腾讯视频在会员内容中以影视剧内容为主，芒果TV以综艺内容为主，我们认为优质的综艺节目对于会员拉新同样具有较大的意义，会员内容数量及有效播放占比均在持续提升。
- 根据云合数据统计，2020年上半年，有效播放头部会员综艺覆盖率达92%，TOP50中46部均为“会员提前看”或“会员专享”，同比增加18部。衍生会员综艺的 受欢迎程度进一步增加，2020上半年《王牌5》衍生《请回答王牌2020》及《青你2》2部衍生节目《青春加点戏》《青春有你2会员 升级版》均入榜TOP50。正片有效播放占比持续上升，2020Q1达到33%。

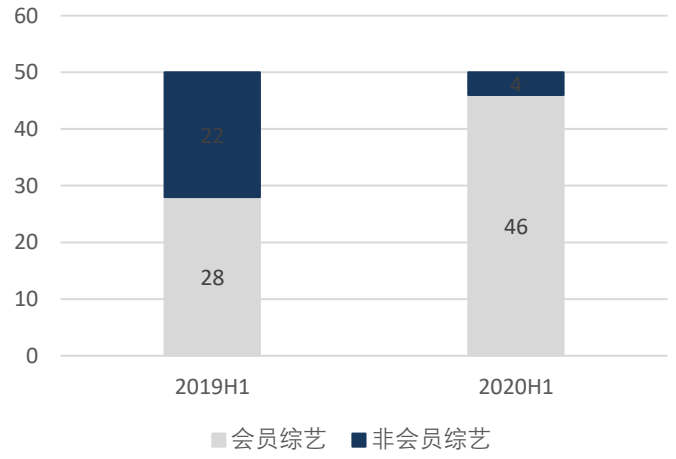
图表35：会员综艺上新部数



图表36：综艺会员内容正片有效播放



图表37：TOP50中综艺结构

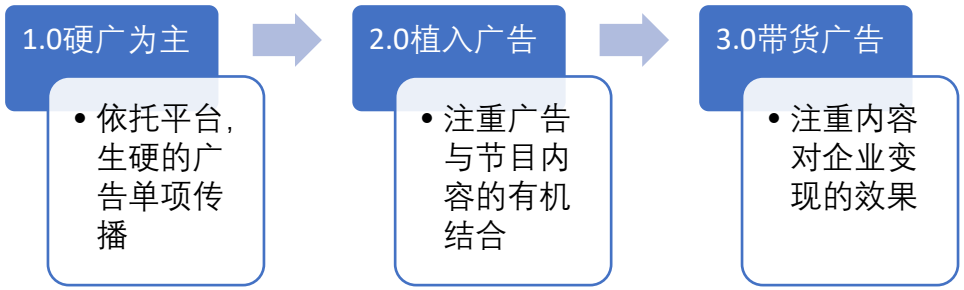


资料来源：云合数据，东吴证券研究所

3.2、变现模式突破驱动平台成长

- **长视频+短视频直播电商打开广告业务成长空间：**回溯电视综艺广告市场增长的背后，是综艺广告形式的持续迭代、内容与广告的逐步融合：2003年至2018年中国电视广告市场大致分成三个阶段：一是以硬广为主的阶段，以品牌广告为主，依托的是平台；二是以植入广告为主的阶段，更多的是注重广告与节目内容的有机结合；三是以广告“带货能力”为主的阶段，此阶段广告企业主更注重内容对企业变现的效果，与产品销售直接相关。
- 电视综艺节目内容品牌价值释放的过程，也是广告形式的逐渐多元的过程，选秀综艺冠名费在2006年至2016年十年间增长超过8倍。

图表38：电视广告发展的三个阶段



资料来源：《媒体融合的芒果实践报告》，东吴证券研究所

图表39：选秀节目冠名费变化

	选秀综艺	冠名费/亿元
2006年	超级女声	0.6
2007年	快乐男声	0.5-0.7
2009年	快乐女声	0.5
2012年	中国好声音第一季	0.6
2013年	中国好声音第二季	2
2014年	中国好声音第三季	2.5
2015年	中国好声音第四季	3.5
2016年	中国新歌声第二季	5

资料来源：时代周报，东吴证券研究所

3.2、变现模式突破驱动平台成长

- **网络综艺广告产品的广度方面却已经呈现出相比传统综艺更多元化的特点：**芒果TV通过构建全域广告营销体系，通过IP+KOL带货为广告客户提供个性化定制、品效合一的综合营销方案。将广告客户诉求和节目制作全流程有机结合，提升广告的效果转化。
- 6月14日，《奔跑吧》第三期携手国美开启超期直播，全渠道销售额高达672,658,070元，爱奇艺于2019年下半年，将广告、IP授权和电商三大业务整合成了NCG新消费事业群。

图表40：《乘风破浪的姐姐》嘉宾助力《出手吧兄弟》扶贫直播现场



资料来源：潇湘晨报报道，东吴证券研究所

图表41：《乘风破浪的姐姐》抖音直播招商方案

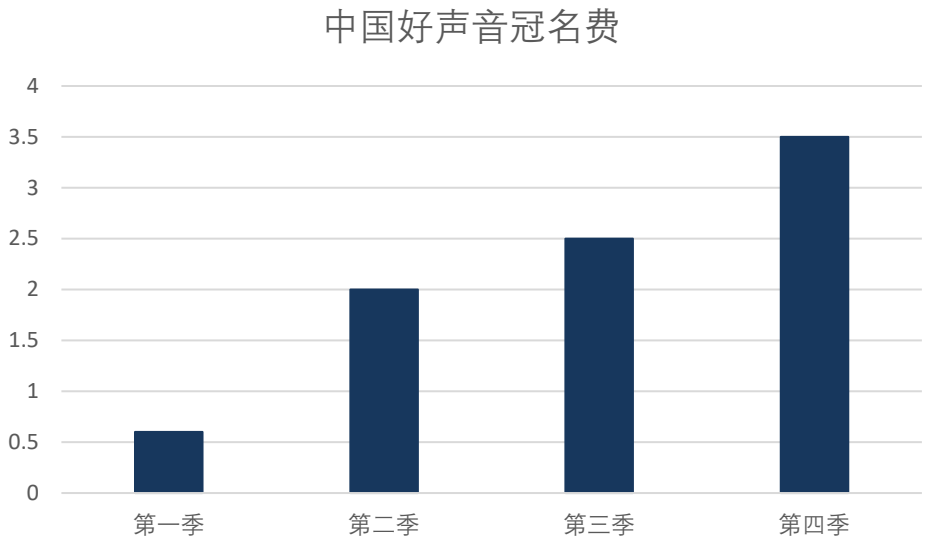


资料来源：公开新闻资料，东吴证券研究所

3.3、芒果超媒：自制能力持续提升，打开变现天花板

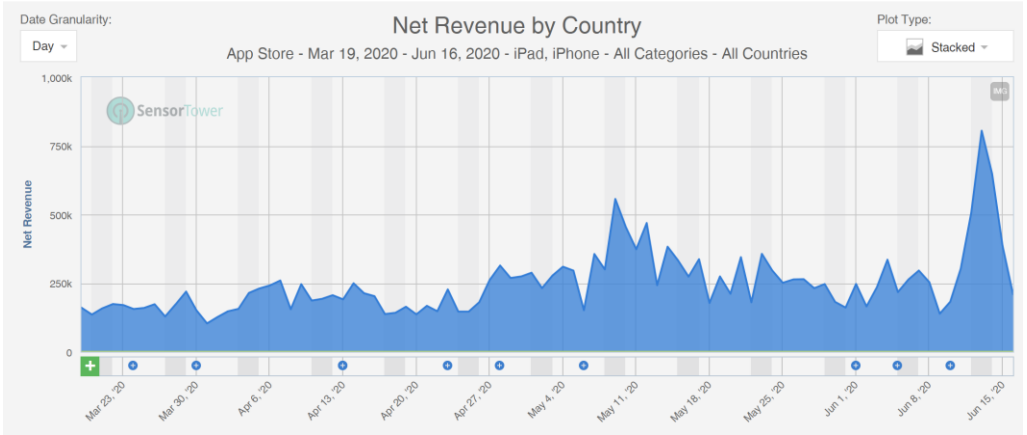
- 重申芒果超媒投资价值，并强调《姐姐》等爆款催化下公司广告及付费业务弹性潜力：1、后续头部内容有望持续发力；2、对标历史头部综艺情况，广告赞助收入有望逐季上台阶；3、 综艺+直播带货有望带来弹性，关注《乘风破浪的姐姐》、《你怎么这么好看2》、《女人的秘密花园》等综艺情况，将携手短视频平台及头部主播，进行综艺+直播带货的尝试。4、会员预计也有望得到明显拉动：sensor tower数据显示，受《姐姐》6月12日上线影响，芒果TV APP store 付费收入出现小高峰，显示对于会员获取形成了明显拉动。
- 预计公司2020/2021/2022 年归母净利分别为15.4/18.1/21.3 亿元，基于爆款综艺在内容、变现两个维度上带来的重大变化，我们认为公司在此催化下，业绩及估值弹性都将进一步释放，维持公司“买入”评级。
- 风险提示：节目效果不及预期；政策及内容审批风险；广告招商不及预期；会员拓展不及预期；宏观经济下行风险。

图表42：中国好声音节目大火后赞助冠名费逐季上台阶（单位：亿元）



资料来源：时代周报，东吴证券研究所

图表43：受《姐姐》6月12日上线拉动，芒果TV APP store 付费收入出现小高峰

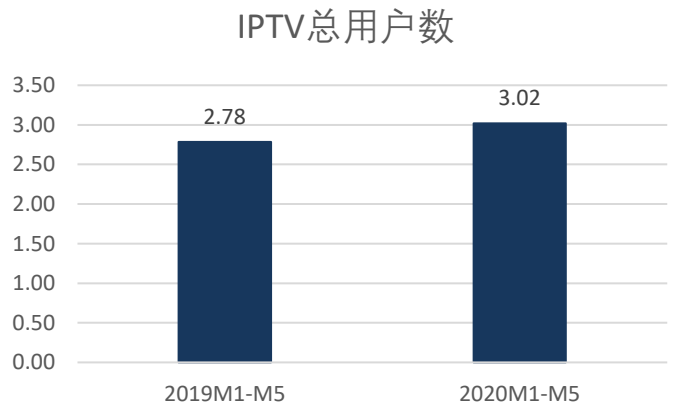


资料来源：sensor tower，东吴证券研究所

3.3、新媒股份：广东省IPTV用户Q2恢复增长

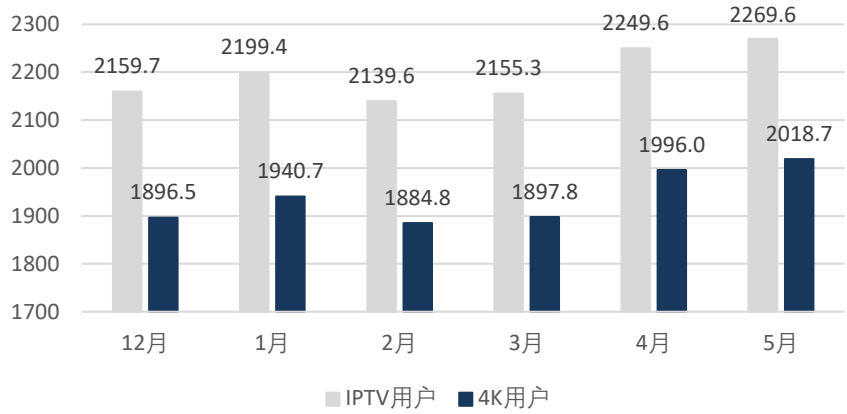
- **广东省内IPTV用户二季度逐月增长。**Q1受假期影响广东省内人口数处于全年较低水平，Q2随着人口回流，预计省内基础用户数稳步上升，增值业务方面预计二季度付费情况将有望延续一季度趋势。广东省大概率将超预期完全全年IPTV用户目标（2300万）。
- **全国IPTV用户前五月同比增长8.5%。**2020年1-5月，全国IPTV（网络电视）总用户数达3.02亿户，同比增长8.5%，随着大屏端内容及应用的逐渐落地，以及超高清、5G、AI等技术的应用，我们持续看好大屏市场潜力。公司去年落地11个省市的省外专网业务，将陆续贡献收入增量，“粤TV-极光”增值业务专区除在湖南、海南正式上线外，今年启动江西地区业务。OTT及有线电视增值业务维持积极扩张态势。
- 重申公司当前仍处于业绩释放周期，兼具确定性和成长性。维持公司盈利预测，预计公司2020/2021/2022年归母净利润分别为5.87/7.69/9.58亿元，维持“买入”评级。
- 风险提示：增值业务拓展不及预期，新应用拓展不及预期，运营风险等。

图表44：全国IPTV总用户数（亿）



资料来源：工信部，东吴证券研究所

图表45：广东省IPTV用户数及4K用户数（万）

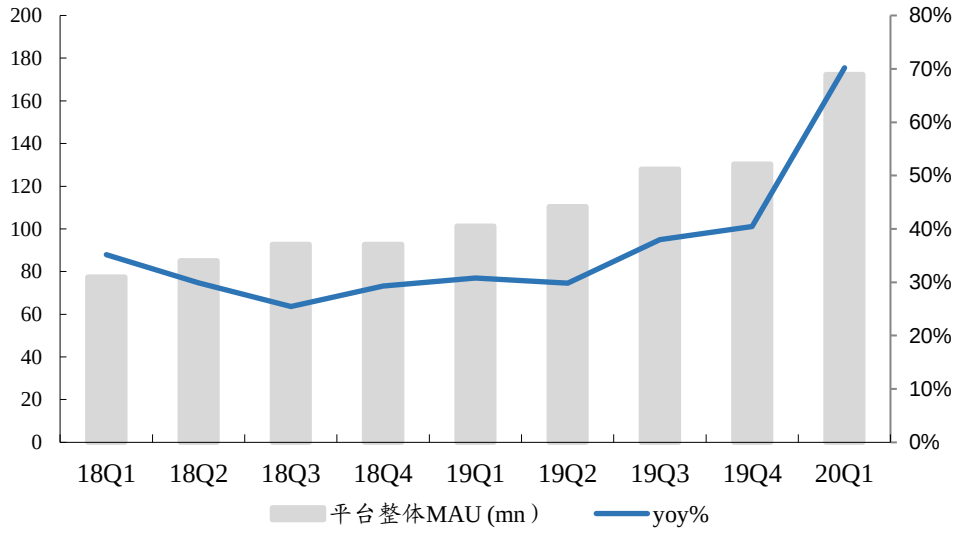


资料来源：广东省通信管理局，东吴证券研究所

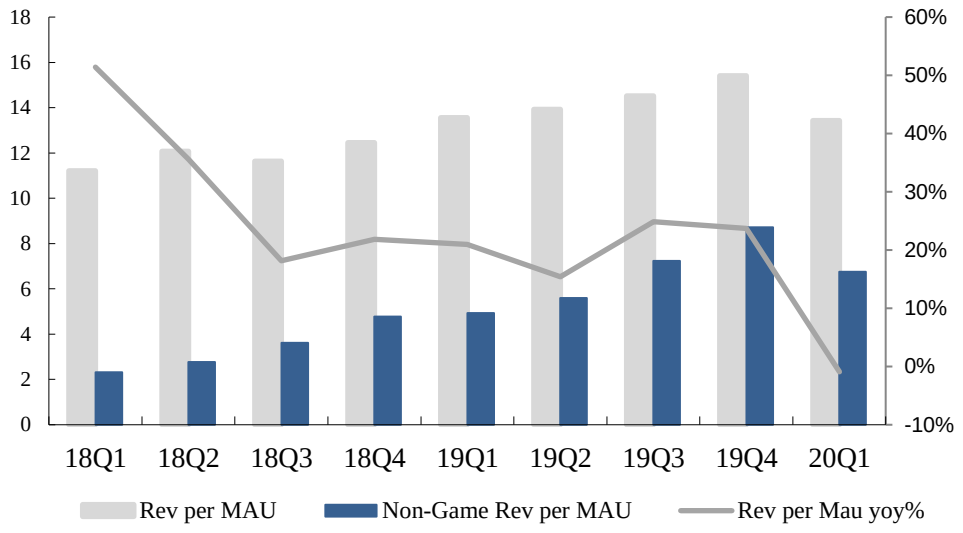
3.3、哔哩哔哩：用户破圈，打开成长天花板

- **“跨年晚会”和“后浪”等网络热门事件频出，加速B站破圈，维持“买入”评级。**
  - 从用户角度，B站20Q1 MAU达1.72亿，同比增长70%，目前B站尚处于破圈初期，用户数对比抖音，快手等依旧存在发展空间，并且其视频质量更高，未来随着5G时代到来，用户对于高质量视频内容需求增加，B站有望率先受益。
  - 从收入角度，单用户非游戏收入由18Q1的2.3元提升至20Q1的6.8元，说明除了游戏收入，用户为B站其他业务付费意愿不断增强，随着用户不断破圈，非游戏收入有望保持高速增长。

图表46：哔哩哔哩MAU用户规模（单位：百万）



图表47：哔哩哔哩用户付费情况（单位：元）

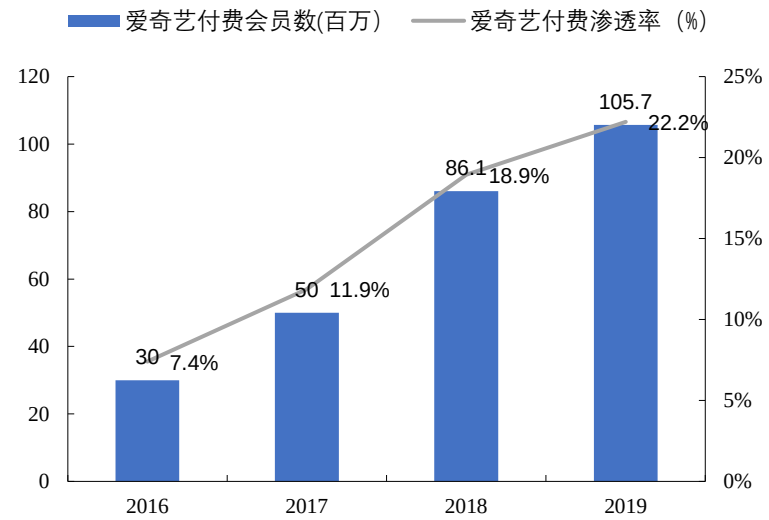


资料来源：公司公告，东吴证券研究所

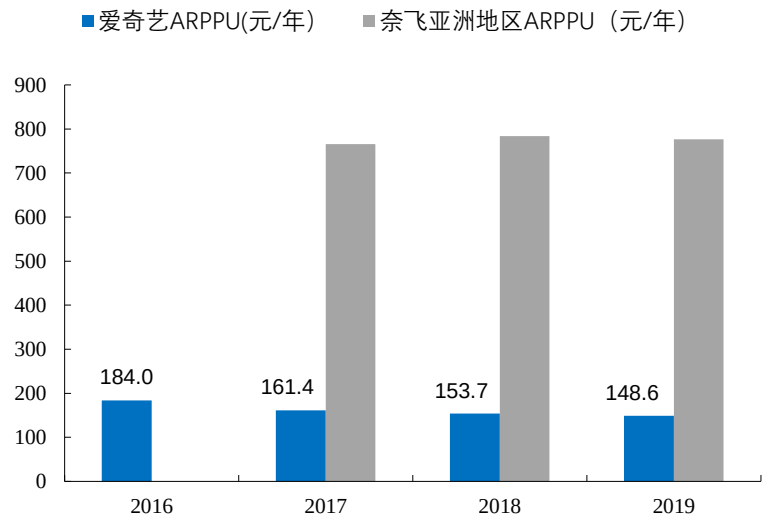
3.3、爱奇艺：会员业务有望量价齐升，内容成本持续优化

- **看好会员产品量价齐升：**2020Q1 公司会员 ARPU为41.0元/季度（yoy+9.7%，qoq+13.1%），预计20年头部剧付费点播逐渐常态化，叠加会员折扣继续减少以及高级会员套餐推出，全年 ARPU 有望实现提升。
- **限薪令影响、自制能力及公司议价能力提升降低内容成本，预计2020年内容成本占收比继续下降。行业层面**，19年限薪令所带来的版权采购及原创制作成本下降影响，有望在20年利润表得到体现；公司层面，原创内容生产标准化及有效的财务管控提高资源利用率，同时自制投入及数量占比预计继续提高，此外公司议价能力有所提升，采购单价有望降低，2020年公司内容成本占收比有望继续下降。
- **后续节目储备、技术革新仍具看点。**预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 331/392/451亿元，归母净利润分别为-83/-50/-26 亿元。公司目前处于内容成本优化期，关注原创内容质量及成本优化，持续看好长视频赛道高成长性及公司竞争优势，维持“买入”评级。
- 风险提示：视频平台竞争加剧；广告行业景气度持续低迷；融资难度增大；疫情对内容制作及播出影响较大

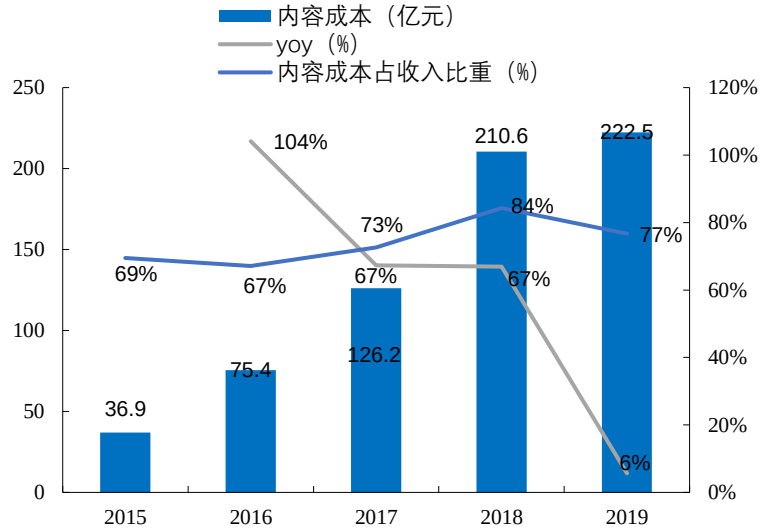
图表48：2016-2019爱奇艺付费会员数及付费渗透率



图表49：爱奇艺与奈飞ARPPU对比



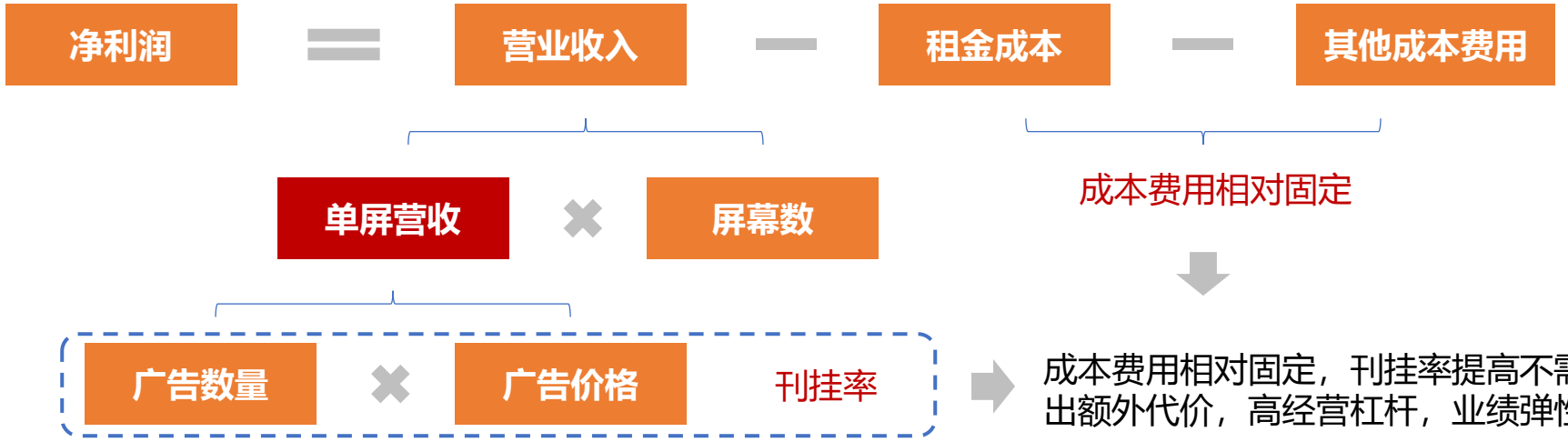
图表50：爱奇艺内容成本及其占收入比



资料来源：公司公告，奈飞财报，东吴证券研究所

4、营销：看好分众传媒经营及竞争格局改善

商业模式：高经营杠杆彰显利润弹性



由于成本固定，多出来收入就是纯利，刊挂率越高利润率就越高

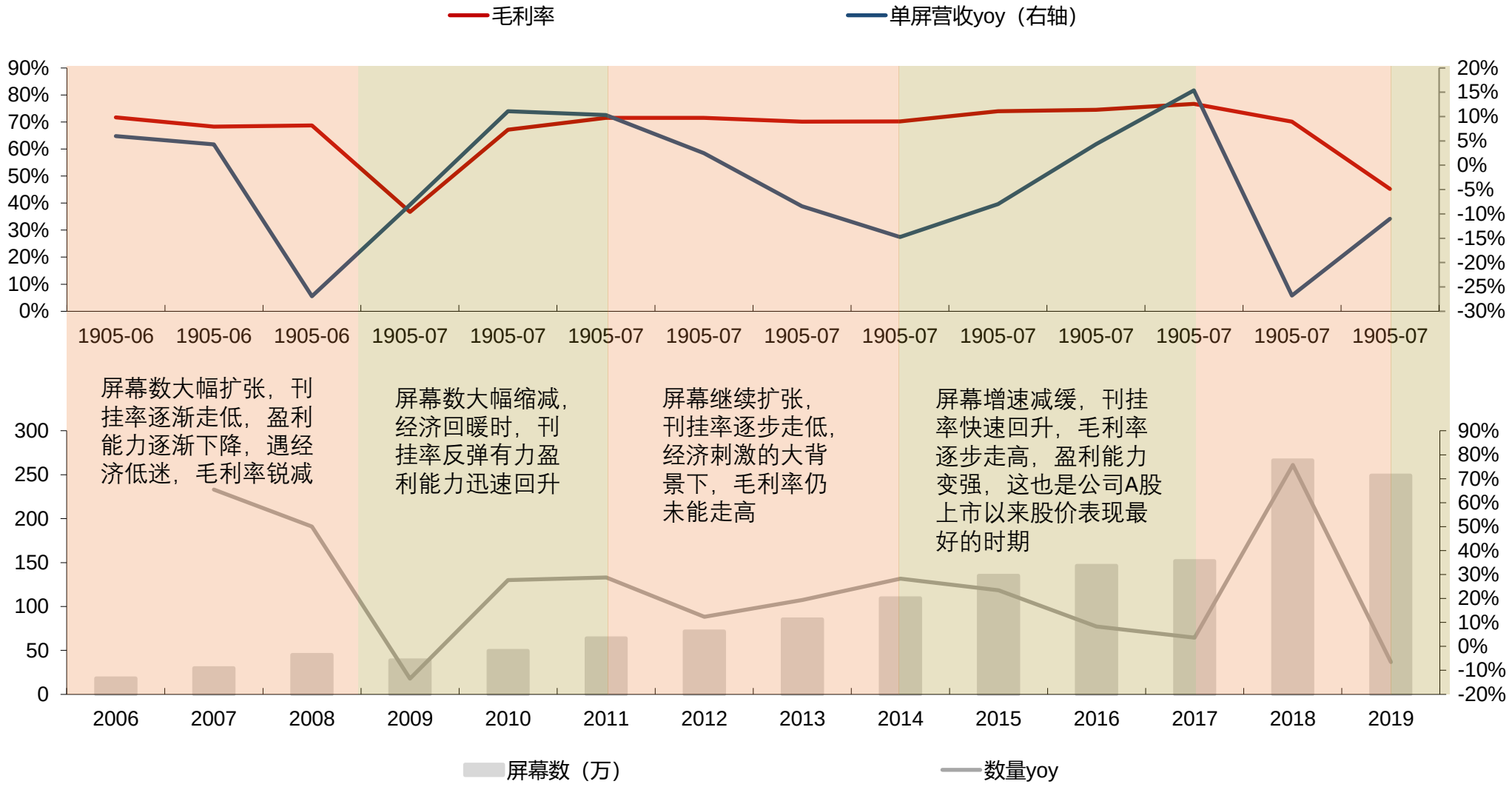
	刊挂率	单屏利润率	毛利率	屏幕数（万）
分众传媒	60-65%	84.48%	76.70%	158
城市纵横	35-40%	63.56%	56.86%	3.55
华语传媒	35-40%		40.46%	4+

注：由于2018年后受到宏观冲击显著，我们选择2017年的刊挂率揭示梯度对比
数据来源：公司年报、城市纵横招股书、专家调研访谈、东吴证券研究所

积极变化：竞争对手资金紧张，业绩下滑，竞争格局得到改善，当前营业成本开始下移（约7-8亿），盈亏平衡点降低

核心因素变化与盈利能力表现，再次转入盈利改善周期

- **单屏营收是刊挂率最直观的体现，**均反映了单个屏幕能够播出多少广告。单屏营收变化就反映了刊挂率的变化。
- **每当屏幕数大幅扩张，**需求跟不上供给增加，**刊挂率都会出现下滑，**基于高经营杠杆的特性，**公司盈利能力就会出现一定的下滑。**与之相反，在屏幕数缩减或缓慢增长，**刊挂率走高的时期，都是公司股价表现较好的时期。**
- **天道有轮回：**2018年，为应对新潮竞争大幅扩屏，叠加经济低迷，刊挂率锐减，盈利能力大幅下滑，与08年那段时期如出一辙。**2019年开始，公司已着手缩减屏幕，预计刊挂率在经济回暖过程中快速恢复，同时竞争格局改善，租金下调，盈利能力将大幅改善**



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

公司股价波动与单屏营收变化正相关（美股）



资料来源：wind，东吴证券研究所

公司股价波动与驱动因素分析（A股）

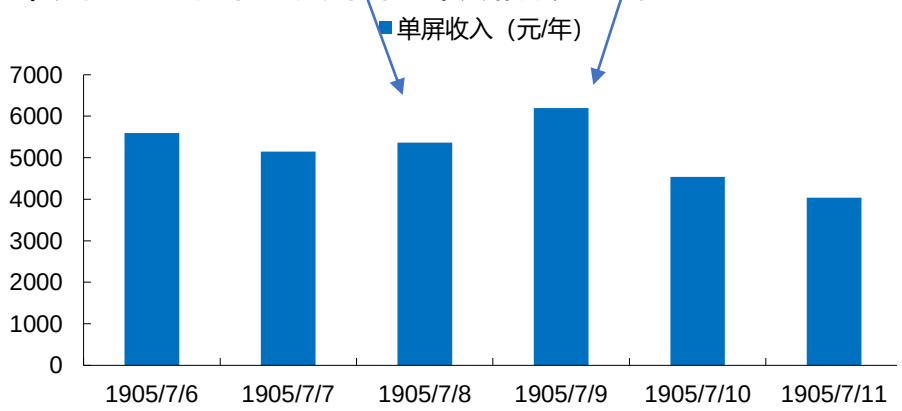
上市对赌期：
公司经营稳健，业绩大幅超越对赌要求。私有化机构在解禁后开始大规模减持分众股票，公司估值受到压制。但2017年下半年以来，**公司消费类广告主占比增大，刊挂率（单屏营收）稳健提升，创多年新高，**业绩持续超市场预期，股价在2017年上涨接近100%。

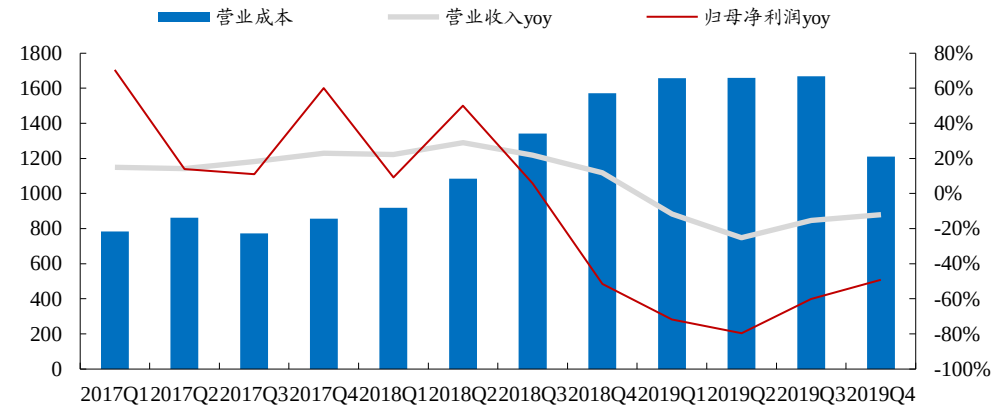
低迷期：
自2018年以来，新潮传媒大举融资进入楼宇媒体市场，分众为了应对竞争，也大幅度扩屏，**导致楼宇租金成本迅速抬高。同时宏观环境自2018年下半年逐步低迷，需求受到严重影响，互联网广告主大幅缩减预算，公司收入承压，二者共同导致公司盈利能力出现大幅下滑。**



回归A股：
分众450亿市值借壳七喜控股，PE=13.28。期间经历四次分红，三次转增，对应当前股价2.61元

单屏收入（刊挂率）与净利率水平具有高度相关性





注：2019H1为年化单屏收入
资料来源：公司年报，东吴证券研究所

5、积极关注小而美高成长赛道

5.1、直播电商：人、货、场继续往更多领域渗透

- **主播端：明星、总裁、红人均入场，主播身份更加多元化。**2020年，明星与企业家入场直播带货明显增多，明星拥有流量优势，部分明星企业家聚合了线上平台流量和线下经销商流量，带货效果显著，但头部KOL仍是直播带货的主力军。
- **内容端：晚会、综艺等卫视大屏内容参与直播带货愈加普遍。**抖音借《乘风破浪的姐姐》带货，拼多多联手湖南卫视打造《超拼夜》等。
- **用户端：95后及男性用户异军突起，成为消费市场中的新生力量。**天猫618淘宝直播95后用户同比增长175%，男性用户同比增长200%。
- **商品端：直播带货品类愈加丰富，更多品牌入场。**美妆、服装、食品等低客单价品类仍为主要品类，但大家电、3C数码、汽车等高客单价品类增长迅速，渗透率提升潜力较大。同时品牌广度不断拓展，华为、格力等头部品牌渗透率显著提升。

图表51：格力618直播带货

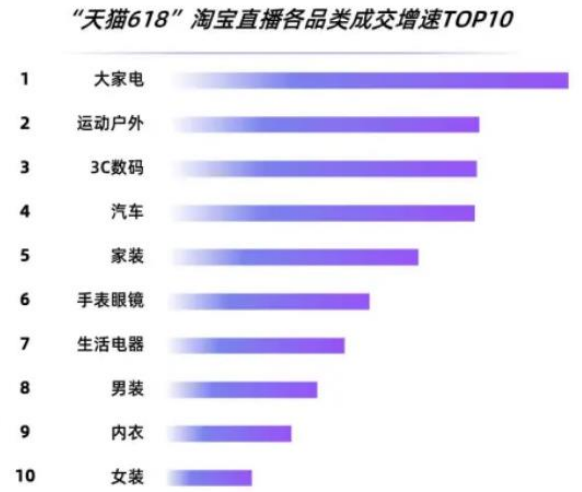


图表52：“姐姐”综艺带货



图表53：天猫618各项数据



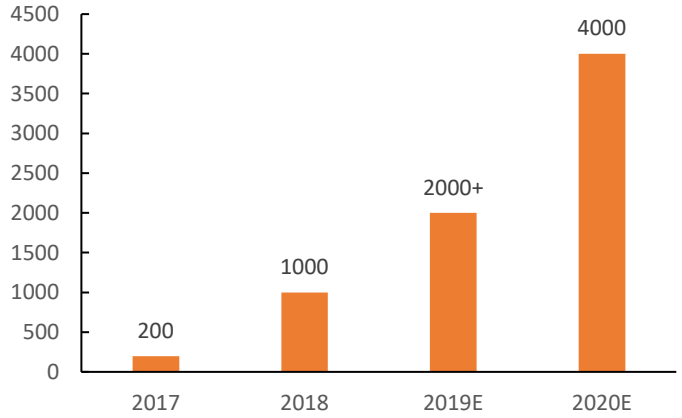


资料来源：格力微博，淘榜单《天猫618淘宝直播创新报告》，克劳锐《2020年618直播带货数据报告》，东吴证券研究所

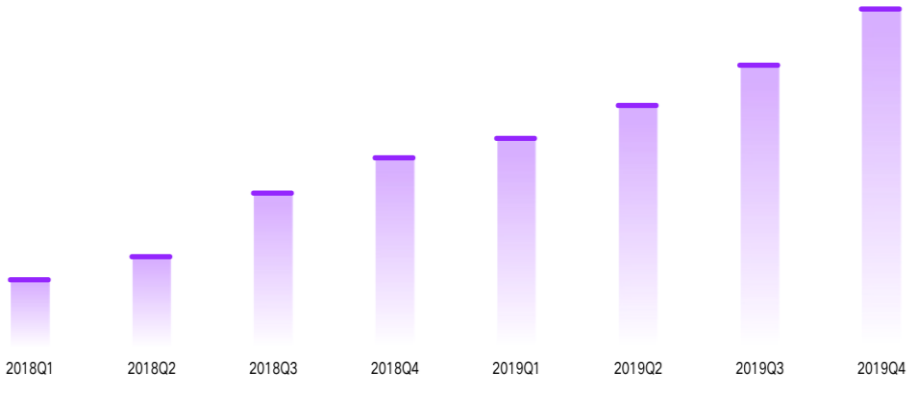
5.1.1、淘宝直播：低渗透、高增长阶段，疫情加速直播渗透率提升

- **淘宝是直播电商规模最大的平台，目前仍处低渗透、高增长阶段。**从GMV来看，淘宝直播连续3年引导成交额增速在150%以上，19年直播电商GMV预计在2000-2500亿。从渗透率来看，19年淘宝直播GMV渗透率为18年两倍；若按19年直播电商GMV2500亿计算，全年渗透率约为3.7%（19年双十一渗透率为7.5%），距离淘宝内部30%-40%的渗透率目标，仍有较大增长空间。
- **最新直播带货数据：**根据淘榜单数据，天猫618活动期间获300位明星、600多位CEO助阵，首日直播引导GMV超51亿，6月1日-16日7点，直播GMV同比增长250%+，增速符合预期，淘宝直播带货仍居龙头地位。
- 考虑疫情促使部分线下交易额转移到线上，加速细分蓝海品类入场直播，直播带货渗透率有所提升。**我们预计今年淘宝直播带货规模将翻倍增长，渗透率约5-6%，2020年阿里巴巴总GMV预计为80000亿，淘宝直播GMV有望达4000-5000亿。**

图表54：淘宝直播GMV预计(亿元)



图表55：淘宝直播GMV渗透率增长曲线（参考趋势）



图表56：不同品类自播发展趋势图

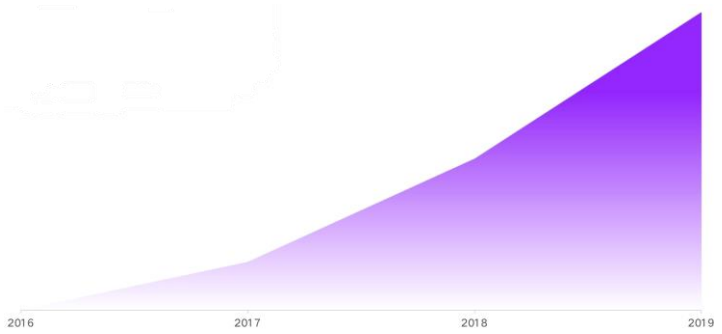


资料来源：淘榜单《天猫618淘宝直播创新报告》《2020年淘宝直播新经济报》《了不起的淘宝直播-阿里妈妈直播营销研究报告》，东吴证券研究所

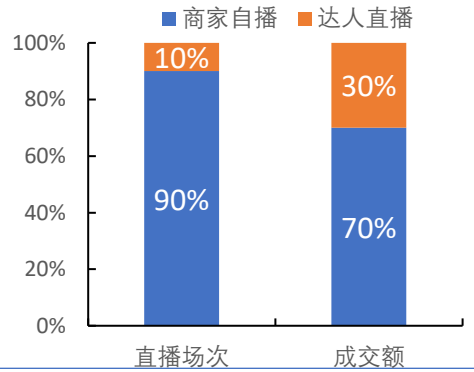
5.1.1、淘宝直播：低渗透、高增长阶段，疫情加速直播渗透率提升

- **平台战略：**淘宝直播近三年将逐渐向**商家腰部化、用户年轻化、市场下沉化、带货品类多元化**发展，今年淘宝将以**直播店铺化为主，流量运营私域化、主播孵化精细化、机构运营层级化为辅**，继续发力直播带货。
- **万物皆可直播，线上线下流量互导，开启零售新玩法**。疫情期间线下行业纷纷转战直播，农村大棚、布达拉宫、卖车卖房皆可直播。618期间淘宝联合线上明星、CEO与1万家线下门店集体直播。5月12日上线附近直播Tab，实现线上线下流量互导。
- **头部主播、外部达人+商家自播，实现公域引流-私域沉淀闭环**。头部主播、明星达人刺激店铺流量爆发式增长，618期间明星参与的直播间，粉丝平均增长670%，但费用较高、选品严格，更适合头部品牌营销活动；商家自播成本低，叠加直播进店转化率超65%，最终打造私域流量池。19年以来淘宝直播降低商家自播门槛，打造全民直播，100+职业人群加入淘宝直播，包括导购、农民、法官、县长等。
- **直播产业带纵深协同发展，赋能商家增强直播效果。**1）淘宝直播生态相关公司快速增长，其中代播服务商2019年6月-2020年2月实现0-200家的增长。2）垂直行业基地模式提高直播效率，截至20年2月，直播服饰基地达100家，珠宝基地17家。3）联合内容生产商增强直播社交休闲属性，19年以来淘宝直播官方联合各类组织开展“脱贫盛典”“网络春晚”“武大樱花”等直播活动，做大增量，提高用户粘性。

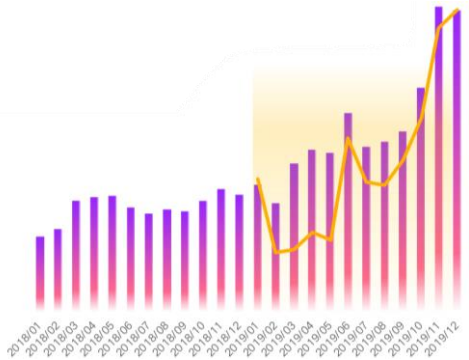
图表57：淘宝直播年度开播账号数量趋势



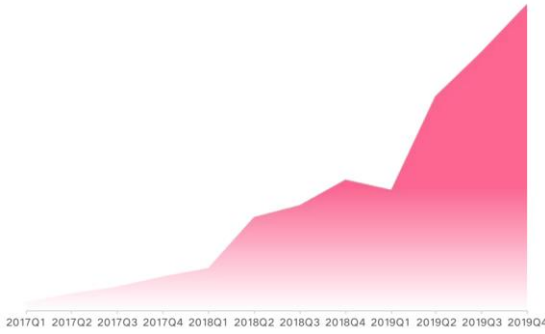
图表58：淘宝19年直播形式分布



图表59：日均观看用户增长趋势



图表60：季度日均观看时长增长趋势



资料来源：淘榜单《天猫618淘宝直播创新报告》《2020年淘宝直播新经济报》《2020年直播商家白皮书》，亿邦动力网，阿里巴巴数字营销公众号，淘播眼，东吴证券研究所

5.1.2、抖音发力电商生态基建，快手联合京东推出双百亿补贴

- **抖音：空降大V发力电商生态基建，联手苏宁打造电商闭环。**广告是此前抖音最主要的变现来源，2019年底抖音提出进一步加大直播扶持力度。1）上半年抖音通过邀请罗永浩等众多明星、红人直播带货，吸引站内用户开播，提升整体主播体量，目前抖音电商从业者数量已突破100万，基本和快手持平。2）抖音通过与苏宁的合作，完善供应链短板，引导货品向站内转移，目前抖音小店或已成为抖音电商交易过半商品的来源。20年抖音处于电商基建期，有望成为确定性较强的边际增量。
- **快手：联手京东推出双百亿补贴，20年GMV或翻倍增长。**快手高粘性用户沉淀私域流量，电商变现具备优势。618期间，快手联合京东共同启动“双百亿补贴”，在京东的基础上，针对手机、数码家电、美妆、酒水等重点品类再进行自己的额外补贴，意图获取京东传统用户。616全天支付金额达到14.2亿元，京东用户下沉和快手供应链升级的合作初显成效。**带货量方面**，快手一哥“辛巴”19年直播带货GMV达133亿，20年团队定下1000亿的目标。平台19年11月日均带货量近4亿，预计今年将翻倍增长，20年底日均带货量有望达8亿，年化规模预计约2500-3000亿。

图表61：抖音、快手平台特性

平台	日活	用户特点	流量分发逻辑	特点	电商变现模式	电商工具	网红带货现状	未来发展趋势
抖音	4.5亿+	**潮流、时尚** • 30岁以下占比53.2% • 男女比例52：48 • 三线及以下城市用户占55.9%	**以“内容”为中心**的强运营平台，重算法轻粉丝	**易于制作爆款和获取粉丝**，但不利于社交属性的发展	以**直播带货**为中心，“自有+第三方”双线引流	商品橱窗、抖音小店、抖音购物车	带货量和用户画像相契合，**适合基于头部KOL的品牌营销**	短视频吸粉+直播变现，**中小KOL或突出重围**
快手	3亿+	**大众、接地气** • 30岁以下占比52.7% • 男女比例52：48 • 三线及以下城市用户占比59%	“普惠式”运营平台，基于**社交+兴趣**进行内容推荐	不易制造爆款，但**造就独特的“老铁关系”**，沉淀私域流量	以**直播带货**为中心，全面打通主流平台	快手小店、魔筷精选、有赞	用户**追求高性价比、实用型商品**，电商发展较为成熟	**“家族模式”**带货释放“老铁文化”变现潜力

资料来源：QuestMobile，卡思数据，新浪网，东吴证券研究所

5.1.3、微信：切入直播电商领域，转化十亿级私域流量池

- **拥有国内最大私域流量池，小程序直播潜力尚待挖掘。**根据腾讯20Q1财报，微信拥有近12亿用户体量，**微信小程序日活已超4亿**。2019年，小程序累计创造8000多亿交易额，同比增长160%。目前小程序直播电商交易规模仍然较小，商业潜力尚待挖掘。
- **小程序直播组件，让直播卖货更容易。**今年2月，小程序直播组件开启公测，商家可通过“小程序商城+直播组件”实现直播互动与商品销售的闭环。除直播组件外，微信还包含小程序直播平台（以**腾讯的“看点直播”及对接有赞微商城的“爱逛直播”**为代表）及企业微信直播。新流量、新功能和小程序结合，大幅提升小程序生态的商业浓度，**流量属于商家、低门槛、强互动强转化**三大特性推动品牌生意增长。4月小程序直播商家数环比增长90%，下单用户数环比增长220%。
- **公众号+“微信小商店”+直播组件打通流量变现闭环。**6月微信面向公众号运营者内测“微信小商店”免费SaaS建店工具（无需开发、一键开通即自主经营的卖货小程序，**内置小程序直播等功能**），降低开店门槛。公众号是用户运营利器，部分运营者自带流量，微信小商店可直接打通流量变现闭环。

图表62：小程序直播与平台直播对比

	小程序直播	平台直播
分类标准	微信	抖音/快手/淘宝/一直播
入驻条件	微信提供的只是直播组件 需要商家自主创建直播间	已创建直播间 商家0门槛入驻
流量逻辑	以品牌为中心	以主播为中心
传播逻辑	在微信端形成闭环传播	需要通过站外（如微信）引流
用户运营	存量用户运营	增量用户扩展
产品运营	侧重新品发布和品宣	追求直播销量

图表63：微信小商店内测界面



资料来源：阿拉丁，微信公开课，东吴证券研究所

5.1.4、各平台直播带货继续往深水区探索，全年GMV有望达万亿

- 疫情催化直播带货，商家、品牌跑步入场，各平台直播GMV如期高增，我们保持此前对于全年直播电商行业规模预测，预计全年直播带货GMV有望达万亿。
- 建议关注A股标的：星期六、天下秀、立昂技术、中广天择、华扬联众、元隆雅图等。

图表64：各平台直播电商规模预测

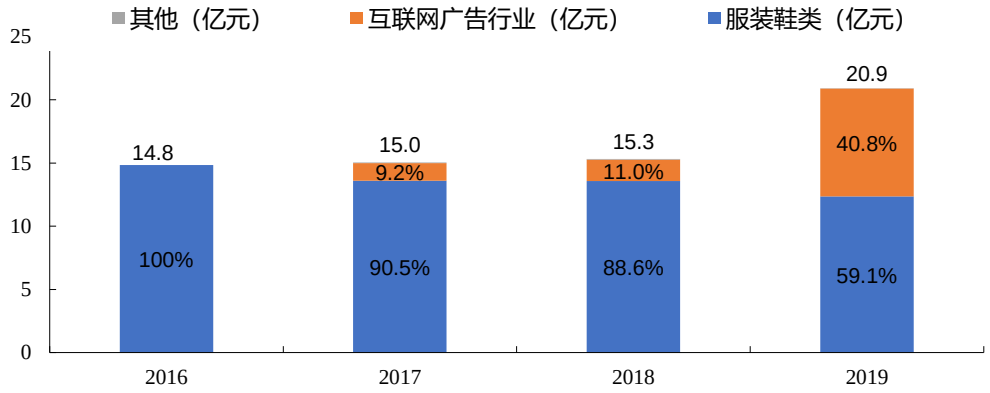
主要玩家	战略布局	策略打法	19年GMV预计	20年GMV预测	增长逻辑
淘6.18	针对站外流量收取额外的服务费，力推站内带货	站内加码头部主播；站外引入上万名明星达人入淘；同时推动商家自播，丰富直播品类	2000-2500亿 渗透率约3.5%	4000-5000亿 渗透率5%-6%	疫情加速直播带货渗透率提升，部分线下交易额转移至线上，同时带货品类愈加丰富，更多品牌入场
	成立电商一级部门；与苏宁合作，补足供应链短板	引入站外大V空降直播带货；扶持产业带商家入驻	-	500+亿	20年抖音处于电商基建期，有望成为确定性较强的边际增量，按日均近1.5亿带货量预估，平台带货规模有望达500+亿
	与京东达成合作，用户通过快手购买京东自营商品无需跳转京东APP，意在打造电商闭环	通过"家族模式"，孵化站内头部主播和众多腰部主播；同时邀请少量头部明星带货	1000-1500亿	2500-3000亿	供应链升级，平台19年11月日均带货量近4亿，预计今年将翻倍增长，20年底日均带货量有望达8亿，年化规模预计约2500-3000亿
	陆续推出小程序直播插件、"微信小商店"免费SaaS等，意在实现微信内直播种草+商城拔草的电商变现闭环	内部协同小程序、公众号、朋友圈等微信生态，外部合作有赞、微盟等SaaS服务提供商，形成强互动、低门槛、流量商家私有的竞争优势	-	400-500亿	微信直播背靠微信12亿流量和小程序4亿日活量，仅看点直播官方扶持预计100亿交易额

资料来源：淘榜单，微信公开课，QuestMobile，36氪，艾瑞咨询，东吴证券研究所整理

5.1.5、星期六：打通流量经营模型，抖音有望成重要增量

- **围绕“人-货-场”商业逻辑，进军社交电商行业。人：**通过内部孵化+外部签约合作的形式构建明星艺人矩阵。截至20Q1，遥望网络拥有签约及孵化短视频平台IP共205个，明星及主播数96位，包括“张柏芝”“瑜大公子”等数十个各垂直领域知名IP，合计粉丝数超2.4亿。**相比追求头部爆红主播，公司更希望推动主播孵化工业化、规模化，实现营收增长同时把握对主播的话语权。**
- **货：**利用自身积累的招商资源，已累计合作500多个品牌，聚合供应链能力；公司通过消费者反馈数据抓取，反向推动柔性供应链生产。
- **场：**20年预计巩固在快手的优势，同时做大抖音增量，并积极推进与淘宝、B站等全渠道流量平台的合作。利用自有文创团队，结合平台、品牌、主播、消费者调性提供针对性创意策划与执行，在放大营销效果的同时提高粉丝粘性、沉淀粉丝数量，形成良性循环。
- 公司拟募集约29.7亿资金，用于建设大数据中心等基础设施、完善社交电商生态圈建设、创新智能视频分析等技术。当前公司模型下的资金投资回收很快，预计增发落地后公司成交额能有一次快速的增长。
- 风险提示：市场竞争激烈；商业模式迭代过快用户流失；互联网营销及MCN行业政策风险。

图表65：星期六收入结构



图表66：拟募集资金用途

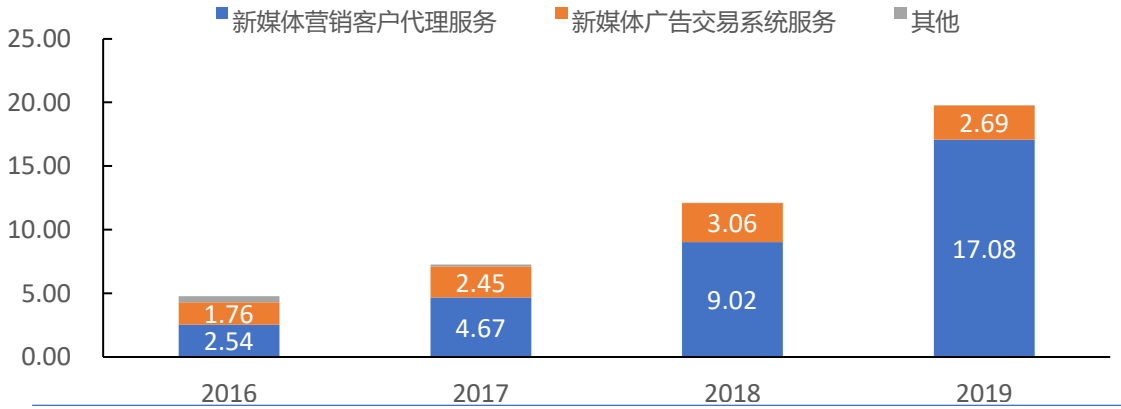
项目名称	介绍	募集资金（亿元）
YOWANT数字营销云平台建设项目	建设一套完善的集底层基础设施、中台海量数据处理、前台应用于一体的整体架构型数字营销云平台，提供营销算法模型，进行大数据处理及流量程序化购买	9.05
社交电商生态圈建设项目	通过构建以优质的达人孵化基地、短视频场景化空间、直播运营中心、海量短视频监控及分析平台、供应链分发、用户运营中心及相应的配套运营平台为一体的完善的社交电商生态闭环。	7.91
创新技术研究院建设项目	智能视频分析、智能语音识别、AI代码生成等新技术	3.85
补充流动资金、偿还借款	-	8.90

资料来源：公司公告，公司官网，东吴证券研究所

5.1.6、天下秀：国内领先新媒体营销服务商，受益于红人经济高速发展

- 天下秀是国内领先的由大数据技术驱动的新媒体营销服务商，覆盖新浪微博、微信、抖音等多个主流新媒体传播平台。旗下四大平台打造基于粉丝经济的红人变现闭环。**流量端：**TOPKLOUT克劳锐（红人价值排行及版权管理机构）+IMsocial（红人孵化品牌）；**变现端：**WEIQ（红人广告大数据云投放平台）+SMART（品牌企业综合解决方案）。
- **新媒体营销代理服务高歌猛进，聚焦大客户有助于公司打造竞争壁垒。**2019年天下秀营收19.77亿元（+63.47%），归母净利润2.59亿元（+63.79%），其中基于WEIQ、SMART平台的新媒体营销客户代理服务发展迅速，16-19年该业务营收从2.54亿元增至17.08亿元，CAGR高达88.7%。聚焦大客户是公司近两年的客户拓展策略，有利于公司在行业快速增长期整合行业资源，塑造竞争优势。
- **红人经济加速发展，行业龙头率先受益。**当前经济形势下，客户对于更加高效的自媒体渠道营销投放有所倾斜。公司已经通过四大业务平台构建了一个稳定的“红人经济生态圈”，围绕自媒体价值这一核心，形成了助力客户及自媒体成长的完整营销体系，作为行业龙头具有先发优势及平台化优势，预计将率先且持续受益于红人经济的高速发展。
- 风险提示：互联网迭代快速；行业竞争加剧；资金压力或限制成长速度。

图表67：天下秀收入结构（亿元）



图表68：新媒体营销客户代理业务示意图

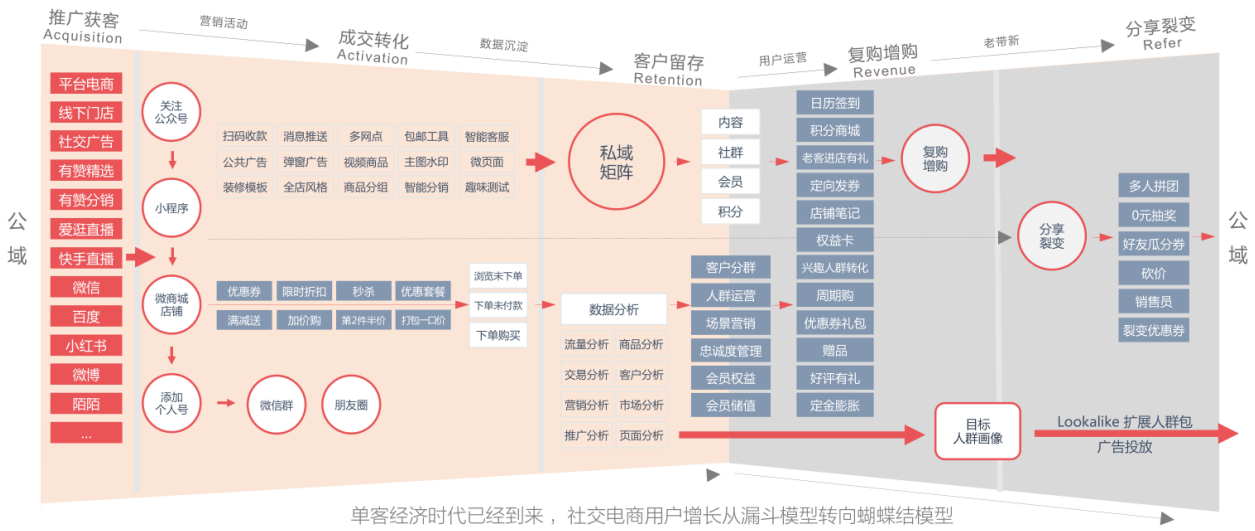


资料来源：公司公告，东吴证券研究所

5.2、电商SaaS：从公域到私域，流量红利趋尽下商家提升ROI的选择

- **传统电商平台流量红利殆尽，平台及商家转向存量市场争夺。**截至2019年9月，移动购物行业月活用户规模已达9.94亿，渗透率88%，用户增长红利接近见顶。中心化电商平台用户增速放缓，边际获客成本不断上升，最终转嫁商家。
- **公域流量商家面临痛点较多：1）获客难**：公域平台流量多来自平台分发或检索，广告投放成本较高，新商家起步难，即无销量、评价等数据基础难以被算法推送给更多合适的买家；私域平台流量多为品牌或商家自身沉淀的粉丝。**2）平台抽佣高：**阿里电商&本地生活抽佣比例约6%，美团外卖抽佣比例约14%，相比之下，有赞等SaaS服务商收取软件服务费，有赞货币化率约1.8%，海外shopify货币化率约2.6%。**3）留存难：**电商平台具有工具化属性，用户粘性低；平台分发流量或用户主动搜索，商家对流量没有主动权。相较而言，私域平台无抽佣，同时SaaS服务商帮助搭建获客-营销-数据分析-会员及分享闭环，更利于用户留存及裂变。

图表69：社交电商用户经营模型



图表70：公域与私域流量对比

	公域平台	私域平台
代表平台	淘宝、天猫、京东、美团等	微信、官网等
流量逻辑	以“货”为核心	以“人”为核心
商家获客方式	中心化特征：1）购买广告位2）算法推荐 3）SEO	去中心化特征：1）线下导购推荐 2）朋友圈&公众号等私人渠道沉淀 3）社交裂变
商家获客成本	较高：广告推广费、优惠券等	较低：SaaS订阅套餐中营销工具、优惠券等
抽佣	有（2%-5%，直播抽佣更高）	无
用户粘性	偏工具属性，用户粘性较低	偏社交、休闲属性，用户粘性较高
主动权	平台、用户（搜索）	商家
货币化率（19年）	阿里电商&本地生活6%；美团外卖14%	有赞1.8%；shopify2.6%

资料来源：有赞、shopify、阿里巴巴、美团公司公告，QuestMobile，艾瑞咨询，HI商学院，东吴证券研究所（阿里货币化率为2020财年）

5.2、电商SaaS：国内私域电商渗透远低海外，私域商家与GMV有望迎爆发增长

- **海外私域电商GMV渗透率约24%**：2019年亚马逊GMV达2.34万亿元，根据emarketer，亚马逊在美国零售电商市占率约40%，估算美国零售电商大盘达5.86万亿元； 2019年shopify GMV达4280亿元，shopify电商SaaS市占率约30%，估算可得私域流量电商市场GMV规模约1.43万亿元，则美国去中心化电商GMV渗透率约24%。
- **国内私域电商渗透率约8-9%：**从GMV层面看，2019年阿里GMV达6.59万亿，市占率约60%，我们估算微盟、有赞SaaS业务合计实现GMV约1200亿元，估算合计市占率约14%，估算私域流量电商市场规模约8571亿元，则国内私域流量电商GMV渗透率约8%。从商家数层面看，根据亿邦动力，国内中心化电商平台商家数约1200万家，有赞、微盟合计付费商家数约16万家，按市占率14%计算，国内私域平台商家数约116万，渗透率约9%。
- **国内目前私域电商GMV渗透率远低于海外，从商家数层面看，私域平台商家数渗透也较低，私域流量电商有望迎爆发增长。**

图表71：国内外私域电商GMV渗透率测算

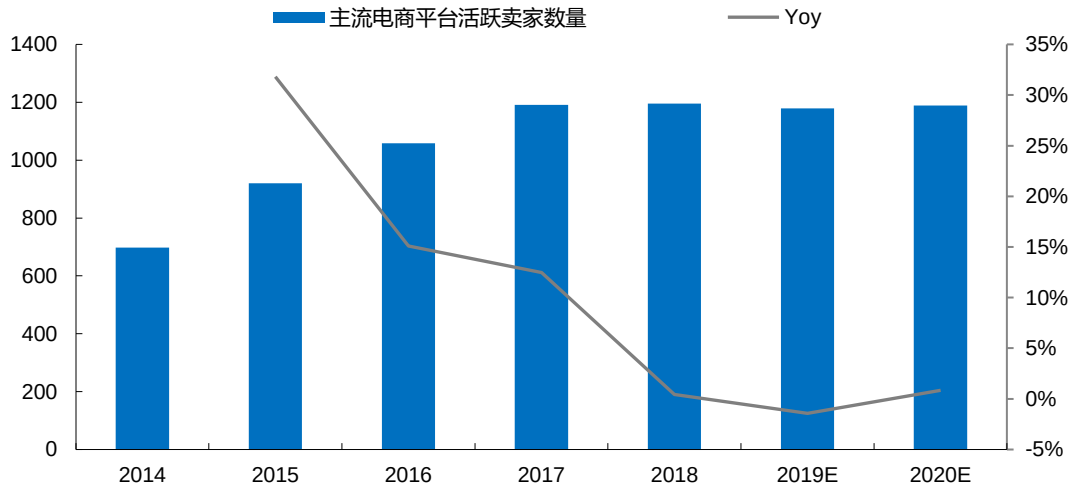
19年美国私域流量渗透率		19年国内私域流量渗透率			
GMV（亿元）		GMV（亿元）		商家数（万家）	
亚马逊GMV	23450	阿里GMV	65890	预估中心化平台商家数	1200
亚马逊市占率	40%	阿里市占率	60%	有赞+微盟商家数	16.2
推算美国零售电商GMV	58625	推算总电商GMV	109817	有赞+微盟商家数占比	14%（估算）
shopify GMV	4280	有赞+微盟GMV	1200（估算）	私域流量电商SaaS商家数	116
Shopify电商SaaS市占率	30%	有赞+微盟私域流量电商SaaS占比	14.0%（估算）		
私域流量电商 GMV	14267	私域流量电商SaaS GMV	8571		
渗透率	**24%**	**渗透率**	**8%**	**渗透率**	**9%**

资料来源：各公司年报、emarketer、东吴证券研究所（各指标均为19年情况，汇率按美元：人民币=1:7，港币：人民币=0.9：1计算）

5.2、电商SaaS： 私域流量电商SaaS及线下门店SaaS市场规模千亿级

- **私域流量电商SaaS市场规模：**根据亿邦动力，目前阿里、京东、拼多多等主流电商平台活跃商家数合计约1200万，我们预计私域电商活跃商家数可达中心化平台商家数的20%，目标商家数约200-250万。2019年有赞SaaS产品ARPU为7208元/年（yoy+75.5%），微盟为6373元/年（yoy+18.8%）；有赞付费商家数8.23万家(yoy+39.6%)，微盟7.95万家(yoy+23.0%)，尚处以价换量阶段，随着用户习惯培养及用户结构升级，预计ARPU可达10000元/年，则私域流量电商SaaS（不包含增值服务）潜在市场规模为200-250亿。
- **线下门店SaaS市场规模：**根据公司及草根调研，目前中国线下门店数量级约8000万，预计对线下门店SaaS有需求的目标商家占比约25%，即2000万家，线下单店ARPU达7000元-8000元/年，预计线下门店SaaS市场规模达1400-1600亿元。

图表72：主流电商平台活跃卖家数量及增速（万家，%）



图表73：私域流量电商SaaS及线下门店SaaS市场规模测算(亿元)

市场规模	私域流量电商SaaS（不含增值服务）	线下门店SaaS
假设	根据光云科技招股说明书，中心化电商活跃商家1200万；去中心化电商渗透率预计可达20%	目前中国线下门店数量级约8000万，预计对线下门店SaaS有需求的目标商家占比约25%
目标客户数量(万)	200-250	2000
ARPU(元/年)	10000	单店7000-8000
潜在市场规模(亿元)	200-250	1400-1600
合计市场规模(亿元)	1600-1850	

资料来源：亿邦动力、艾瑞咨询、光云科技招股说明书、东吴证券研究所

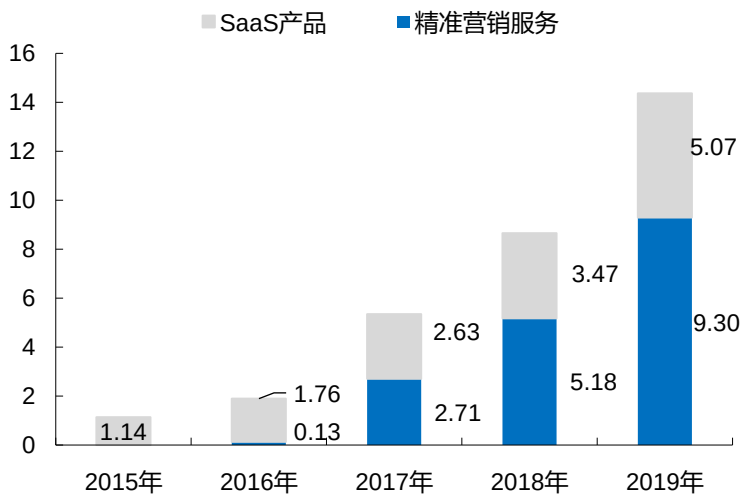
5.2.1、微盟集团：SaaS与精准营销两翼齐飞，智慧零售切入线下大客市场

- **微盟背靠腾讯流量生态，SaaS与精准营销双轮驱动营收增长。**公司为中小企业提供SaaS产品及精准营销服务，围绕商业云、营销云、销售与打造云端生态系统，赋能中小企业数字化转型。2019年微盟SaaS产品收入5.07亿元(yoy+46%)，收入占比35.29%；精准营销业务收入9.30亿元(yoy+80%)，收入占比64.71%。
- **受益私域电商崛起，电商SaaS业务付费商家、ARPU量价齐升。**2019年SaaS业务收入5.07亿元，其中包含微商城、智慧零售、智慧餐饮在内的商业云业务收入约4亿元，贡献SaaS收入的80%。同时，SaaS产品整体ARPU增长表现亮眼，受益于商家付费能力的提升与智慧零售切入大客市场，提升ARPU。19年公司SaaS业务付费商户数7.95万(yoy+23.0%)，ARPU6373元/年(yoy+18.8%)，同时公司财报披露，商户流失率进一步下降至22.2%(上年为26.8%)，我们预计未来三年内SaaS业务仍将保持高速增长。

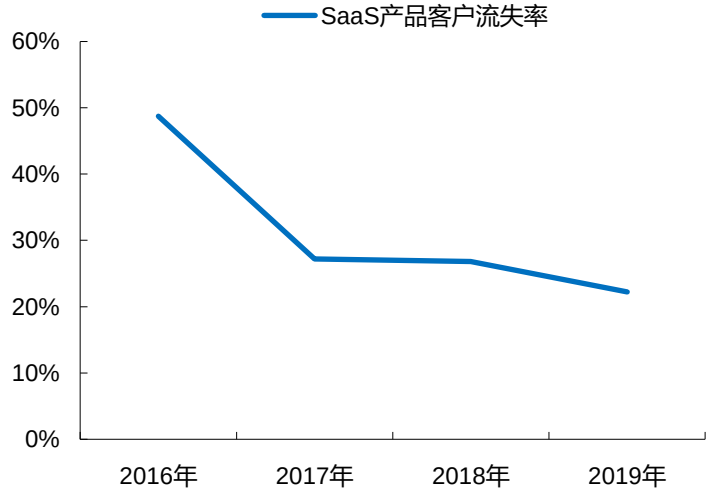
图表74：微盟业务布局



图表75：微盟收入结构（亿元）



图表76：微盟SaaS产品客户流失率（%）

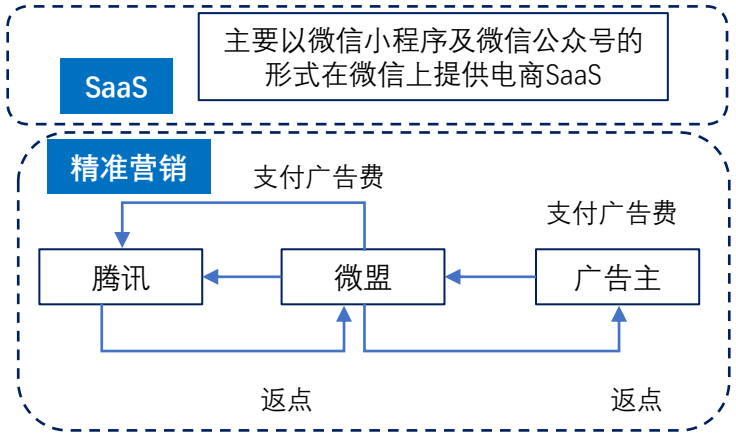


资料来源：微盟公司年报，东吴证券研究所

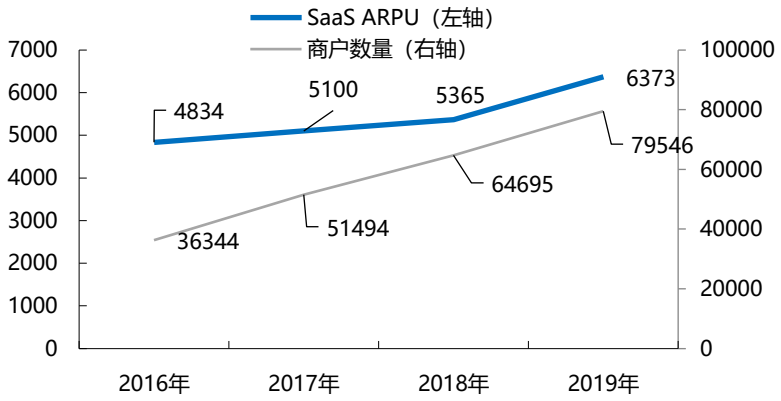
5.2.1、微盟集团：SaaS与精准营销两翼齐飞，智慧零售切入线下大客市场

- **智慧零售业务切入大客市场提升ARPU，线下SaaS赛道成长空间大。**智慧零售：为线下零售商户设计解决方案，19年线下SaaS商户数1101家，平均ARPU达4.06万元，收入4474.3万元，占SaaS总收入的8.8%，其中品牌商户217家，品牌商户贡献ARPU更高，达12.5万元。公司将继续拓展线下零售大客市场。智慧餐饮：20年并购雅座，实现了智慧餐饮全流程解决方案，公司与雅座的客户互补效应较强，拥有4602个智慧餐饮商家。未来公司将继续通过外延收购拓宽云服务赛道。
- **精准营销业务腾讯渠道保障体量，头条等渠道拓展助力增速。**微盟为商家提供广告代理服务，拥有微信、QQ、百度、头条、抖音等海量广告资源，腾讯端占据收入大头，2019年公司广告主数量达3.41万家(yoy+19.4%)，每广告主平均开支达15.47万元(yoy+77.4%)，复投率68.3%，较上年提升13.1pct。20年公司将拓展抖音、快手等去中心化渠道，短视频赛道的高增速为精准营销业务提供助力。
- 风险提示：对于腾讯平台较为依赖的风险；产品开发及完善滞后市场发展的风险；渠道合作伙伴流失的风险。

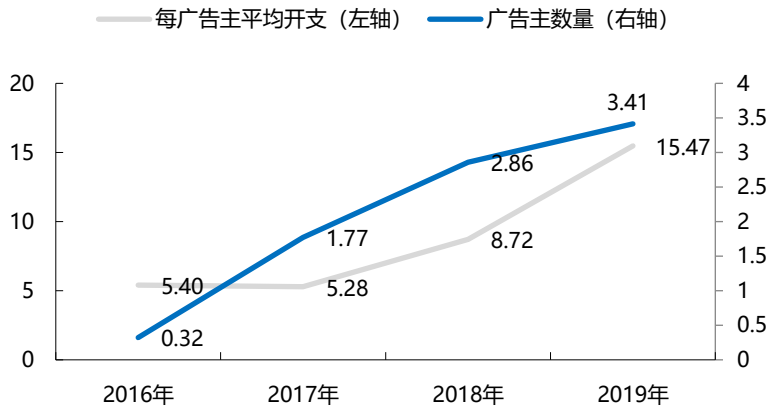
图表77：微盟业务示意图



图表78：SaaS ARPU及商户数量(元、个)



图表79：广告主平均开支及数量(万元、万个)



资料来源：微盟公司年报，东吴证券研究所

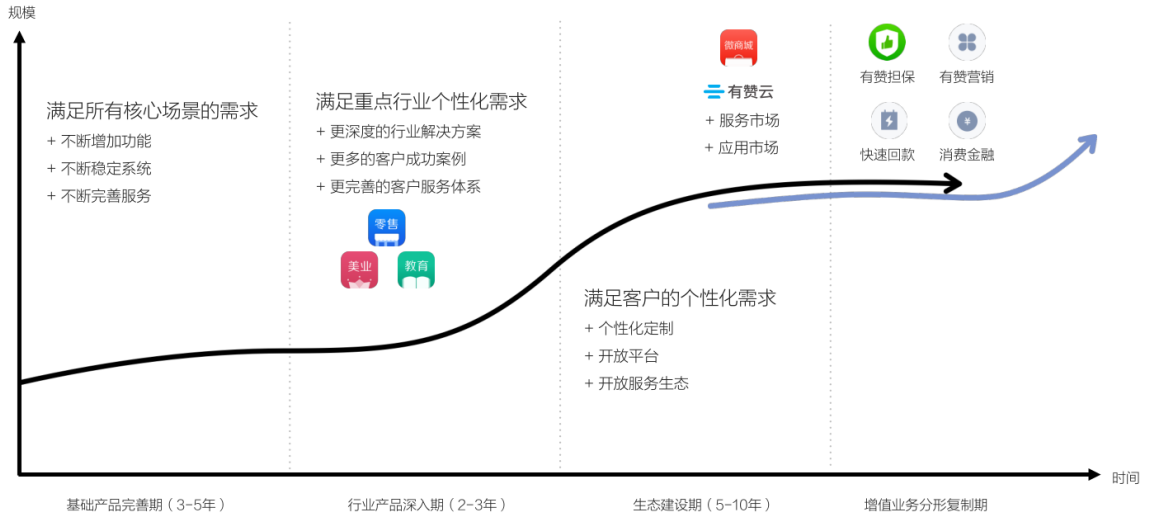
5.2.2、中国有赞：全渠道电商SaaS服务提供商，延伸服务助力货币化率提升

- **背靠微信生态，一站式电商SaaS起家。**有赞以“微商城”起家，致力于向商家提供基于社交网络的，全渠道经营SaaS系统和一体化新零售解决方案，包括在线开店、营销工具、客户管理等。有赞帮助商家私有化顾客资产，助力商家成功。
- **PaaS云+服务市场丰富平台生态。**1）PaaS云聚合4.2万多家第三方开发者提供定制服务；2）服务市场聚合代运营、商品拍摄、MCN等服务商满足商家经营需求。
- **支付牌照形成差异化竞争优势，增值服务提高货币化能力。**有赞通过中国创新支付获得支付牌照，可为商家提供支付、担保、分期支付等资金类服务。另外有赞还通过推出有赞分销连接供货商与流量端、19年开始收取云服务费，进一步提高货币化能力。
- **拓展线下SaaS场景打开想象空间。**19年门店SaaS产品进入商业化元年，主要涉及零售、美业、教育三大场景，公司持续提高全行业SaaS服务能力。

图表86：有赞产品矩阵



图表87：有赞未来10年发展规划

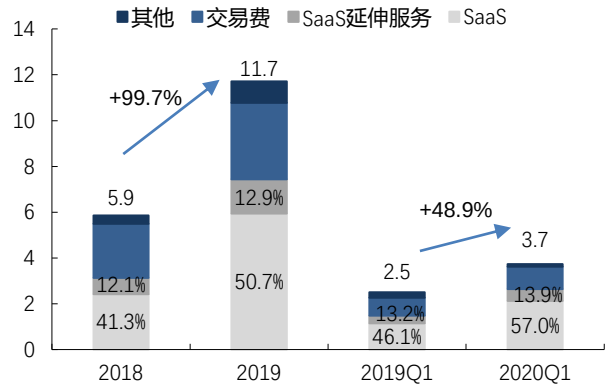


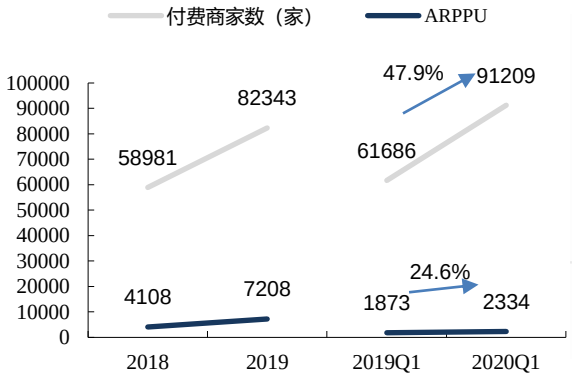
资料来源：有赞公司公告，东吴证券研究所

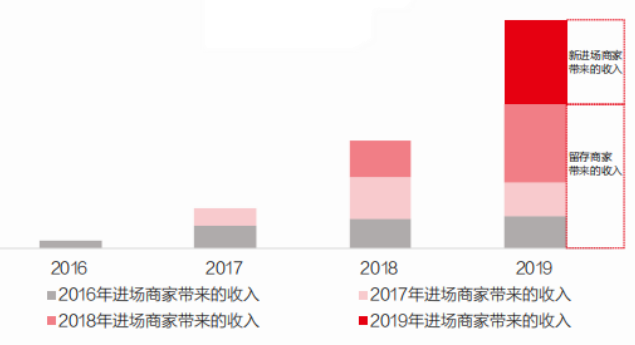
5.2.2、中国有赞：全渠道电商SaaS服务提供商，延伸服务助力货币化率提升

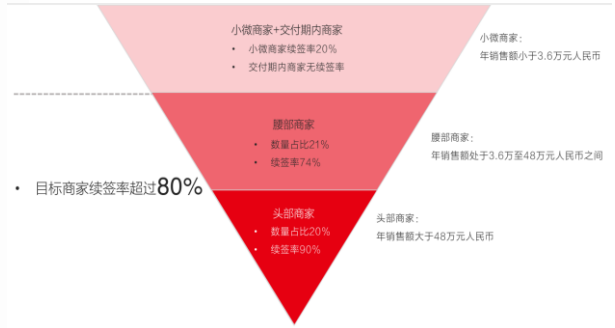
- **留存商家带来的收入持续增长，叠加新客进场，营收持续高增。**有赞19年实现营收11.7亿元（yoy+99.7%），实现连续三年翻倍增长。除交易费收入增长外，主要来自：1）每年新客产生的营收均同比大幅增长。2）SaaS业务ARPU提升，叠加延伸服务收入持续保持增长。20Q1公司付费商家数达91209家（yoy+48%），同时有赞携手微信、快手、陌陌、虎牙等社交及视频直播合作伙伴，支持多平台开店，助力商家实现GMV逆市增长，20Q1有赞SaaS产生的GMV同比增长119%。
- **有赞目标商家续签率超80%。**年销售额大于48万元的为头部商家，数量占比20%，续签率达90%；年销售额处于3.6万-48万的为腰部商家，数量占比21%，续签率74%；年销售额低于3.6万的为小微商家，由于样本较大及小微商家存在自然死亡率，小微商家续签率约20%。
- **规模效应凸显，亏幅有所收窄。**随着用户规模不断沉淀扩大，以及成本管控的优化，规模效应凸显。20Q1毛利率57.6%（yoy+9pct），亏损同比收窄。
- 风险提示：用户增长不及预期，门店SaaS业务进展不及预期，行业竞争加剧。

图表88：有赞近来年营收增长情况及结构(亿元）图表89：有赞近年来商家数及ARPU增长情况 图表90：有赞全体留存商家带来的收入持续增长 图表91：有赞19年不同层级商家续签率







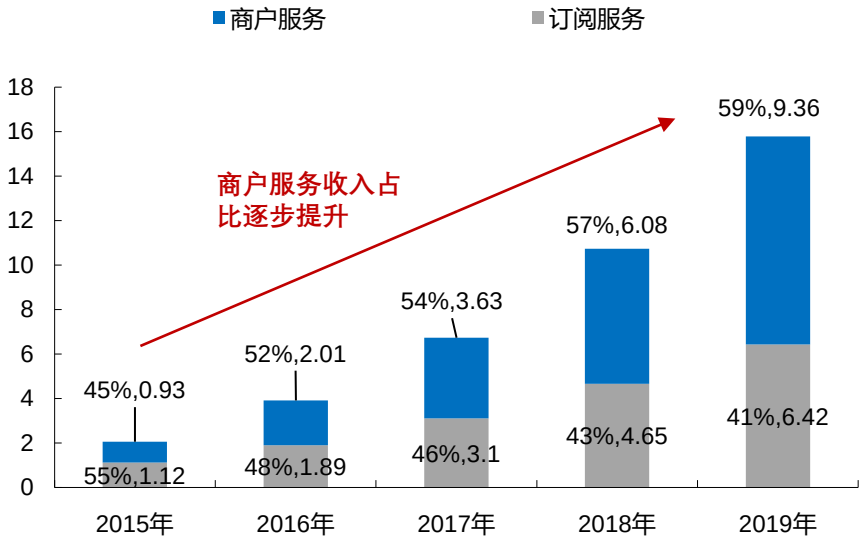


资料来源：有赞公司公告，东吴证券研究所（ARPU按SaaS收入/期末存量付费商家数计算）

5.2.3、他山之石：Shopify—全球电商SaaS服务龙头，基于SaaS生态不断拓展商户服务能力

- **全球电商SaaS服务龙头，不断拓展商户服务能力。**Shopify提供电商一站式开店服务，以SaaS为核心，持续外延扩张，打造电商SaaS业务完整生态。SaaS订阅服务提供不同等级的基础建站、数据集成化后台管理SaaS服务；在此基础上不断拓展商家服务业务，与第三方服务商合作为商家提供支付、金融、物流、履约、仓储解决方案以及销售终端一站式运营服务。
- **客户结构升级驱动ARPU，商户服务能力提升货币化率。**随着大商户在平台上不断发展壮大，套餐升级成为平台提升 ARPU 主要手段之一。 Shopify plus是公司针对大型品牌商的SaaS服务， shopify plus MRR（每月经常性收入）迅速扩张，从16年占比（SaaS服务）17%，上升至19年占比（SaaS服务）27%，提升10pct。商户服务为Shopify 近年来发力的重点，带动公司货币化率提升，目前约为2.6%。

图表92： Shopify各业务营收情况（亿美元）



图表93：Shopify商户服务价值链延伸及各业务商业模式

支付	货币化率2019年2.7%，通过Shopify Payments，Shopify 将从中收取一定比例（2.4%-2.9%）的交易费，其中有相当比例的交易费会由 Shopify 支付给 Stripe，公司通过信用卡发卡方要求的手续费与平台的手续费之间的差额实现获利，因此支付业务毛利率较低；Shopify Payments比其他 PayPal 等方式手续费低 1%~2%
融资	Shopify Capital 主要业务为平台商户提供方便的 MCA（商户现金预付）和贷款服务，平台会收取借贷金额的一定比例作为利息，商户还款是通过平台从该商户每日营收金额中扣除一定比例（如 10%）。2019 年底，Shopify Capital 为商户提供贷款的账面金额为 1.3 亿美元。为了扶持商户，Shopify Capital 的利率水平偏低。
物流	Shopify Shipping 与 DHL、UPS、USPS 等第三方物流商合作，为商户提供多家物流公司的选择，商家通过 Shopify Shipping 可以享受一定比例的物流费用折扣，而 Shopify 会从折扣中抽取一定比例的费用作为其物流业务的收入。2020Q1，Shopify Shipping 在平台业务中的渗透率提升至46%
仓储	货币化率预计10%以上（参考Amazon仓储服务收入/使用仓储服务的商品总价值约10-20%）；Shopify Fullfillment 是公司在 2019 年开展的新业务，公司同时于 2019 年 9 月以 4.5亿美元收购了自动化仓储解决方案提供商 6 River Systems以加强在仓储领域的综合服务能力；**未来规划：**五年内花费约10亿美元构建Shopify Fulfillment Network，追赶 Amazon

资料来源：Shopify官网，shopify年报，东吴证券研究所整理

5.2.3、他山之石：Shopify—全球电商SaaS服务龙头，基于SaaS生态不断拓展商户服务能力

图表94：Shopify、有赞及微盟指标对比

指标		shopify	微盟	有赞
商业模式	商业模式及总营收	SaaS订阅+增值服务（支付、物流、金融、POS机等） **总营收110.5亿元(yoy+47.1%)**	SaaS订阅+精准营销 **总营收14.4亿元(yoy+66.1%)**	SaaS订阅+延伸服务抽成（担保、分销）+支付； **总营收11.7亿元(yoy+99.7)**
盈利指标	毛利（%）	54.9%	55.5%	51.9%
	净利润（亿元）	-8.74	3.11	-9.16
营收、市值及估值情况	营收（亿元）	总营收110.46亿元(yoy+47.1%)	总营收14.37亿元(yoy+66.1%)	总营收11.7亿元(yoy+99.7%)
	市值（亿元）	7572	196	198
	PS	69X	14X	17X
SaaS业务概况	SaaS业务营收	SaaS订阅服务收入44.9亿元(yoy+38.0%)，占比41%	SaaS业务收入5.07亿元(yoy+46.1%)，占比35.3%	SaaS产品收入5.9亿元(yoy+145.0%)，占比50.7%
	SaaS收费方式	ShopifyLite/BasicShopify/Shopify/AdvancedShopify/ShopifyPlus五个层次，针对不同量级的目标客户，价格分别为每月$9/$29/$79/$299/$2000+。	微商城每年收费6800/9800/16800元	有赞微商城每年收费6800/12800/26800元
SaaS经营指标	付费商家数（家）	1069000	79546	82343
	yoy	*30.4%*	*23.0%*	*39.6%*
	ARPU（SaaS，元/年）	4206（月付费形式）	6373（年付费形式）	7208（年付费形式）
	yoy	*5.9%*	*18.8%*	*75.5%*
	留存	收入留存>1	流失率22%	目标商家（年GMV>3.6万）续签率超80%

资料来源：Shopify年报、有赞年报，微盟年报，各公司官网，东吴证券研究所（各指标均为19年情况，汇率按美元：人民币=1:7，港币：人民币=0.9：1计算）

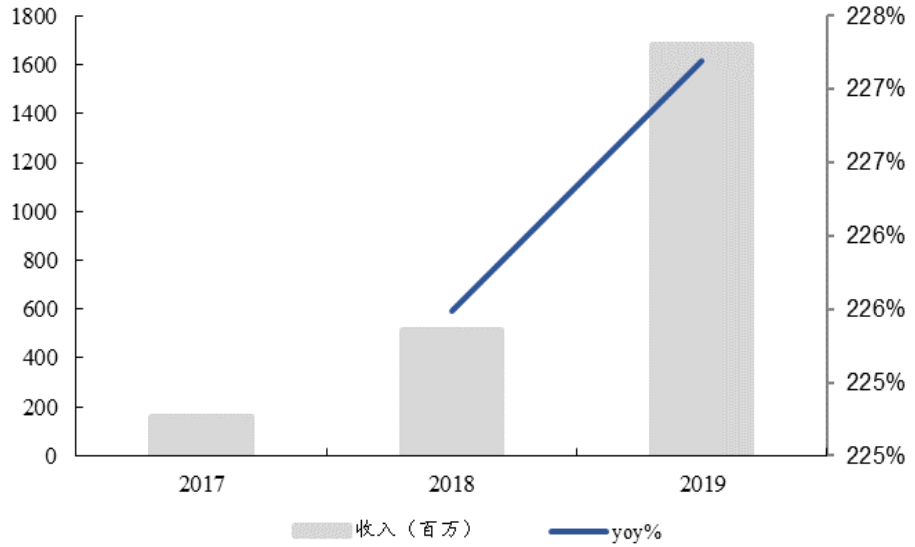
5.3、潮流玩具：小盲盒中的大经济

- **2019年中国潮流玩具市场规模为207亿，5年CAGR为34.6%，2019-2024年均复合增速有望达30%。**
- 据天猫统计，“潮玩手办”为95后最烧钱爱好首位。从行业而言，“潮玩”尚处于发展初期，未来在用户圈层和消费水平方面都具有较大发展空间，核心消费者的年龄范围为15-35岁，该年龄段同时具备“消费能力较强”和“喜欢追求新事物”等特点，有望推动潮玩行业迅速发展。
- **建议关注即将港股上市的泡泡玛特：**做为行业龙头，公司17-19年收入为1.6亿、5.2亿和16.8亿，同比增速均超过200%；其净利润也保持稳步增长。

图表95：潮玩为95后最烧钱爱好



图表96：泡泡玛特收入（百万元）



资料来源：天猫，公司公告，东吴证券研究所

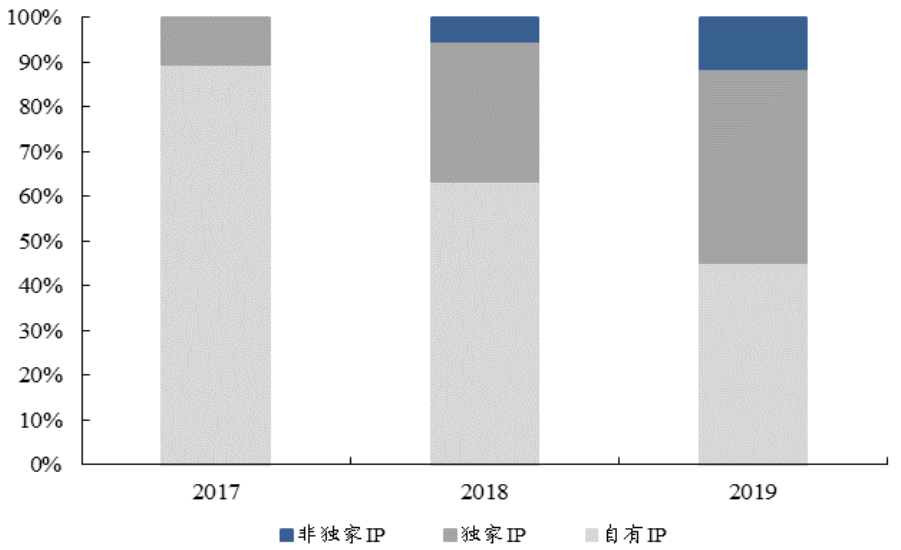
5.3、潮流玩具：小盲盒中的大经济

- **IP是决定潮玩销售的核心因素，同时具有较强马太效应，未来能够聚集并掌握优质IP资源的公司将具有先发优势：**
- 泡泡玛特拥有85个IP，泡泡玛特“自有和独家”IP共34个，2019年合计贡献收入比例超过70%。
- 当红IP Molly2019年贡献收入4.56亿元，占总收入26%，占自有IP收入73%。
- 从泡泡玛特发展来看，旗下的“葩趣社区”和“线下展会”为其积累了大量上游设资源，同时社区也聚集了大量潮流玩具爱好者，形成了“爱好者——社区——设计师”的良性闭环。

图表97：“葩趣”为潮玩爱好聚集地



图表98：泡泡玛特“自有和独家”IP共34个，2019年合计贡献收入比例超过70%

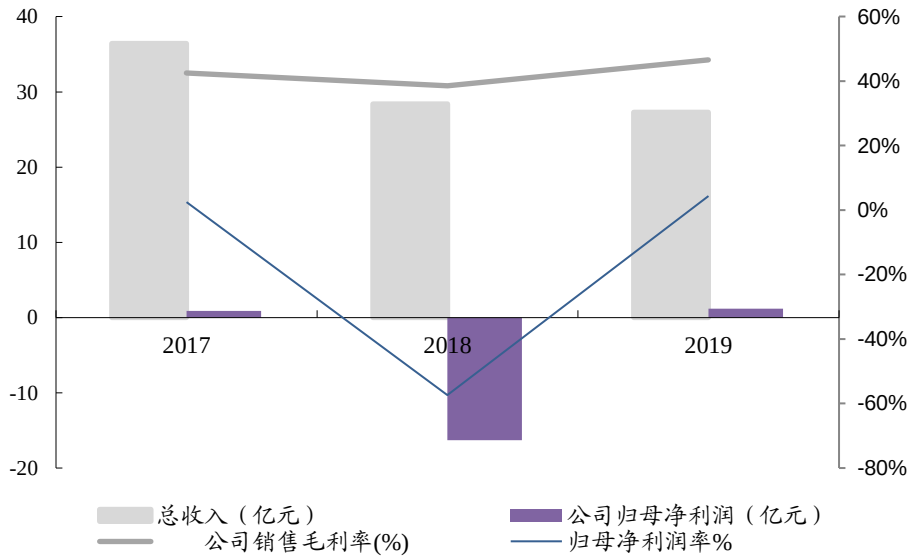


资料来源：葩趣APP，公司公告，东吴证券研究所

5.3、潮流玩具：小盲盒中的大经济

- **A股建议关注奥飞娱乐：完成玩具品类调整，供应链降本提效，未来成长可期**
- 公司2019年收入27.3亿元，较18年略有下滑，主要是玩具业务结构调整所致，但整体运营效率在不断提升，19年整体毛利率为46.6%，同比增长8.06个百分点；19年归母净利润1.2亿元，同比增长107%，归母净利润率由负转正为4.4%。
- 公司自2019年6月陆续推出超级飞侠眨眼、巴啦啦和铠甲Q版、小猪佩奇小人偶、海绵宝宝史莱姆、反反车、铠甲积木人偶和Q宠合金车等盲盒系列。盲盒产品渠道包括线上天猫“奥迪双钻官方旗舰店”和线下三福、名创优品、伶俐等潮玩店、便利店、沃尔玛和永辉超市等。预计20H2将推出“阴阳师”盲盒玩具，阴阳师作为顶级ACG游戏IP之一，将有望为公司盲盒玩具产品带来可观增量。

图表99：公司财务情况



图表100：小猪佩奇盲盒玩偶



资料来源：中外玩具网，公司公告，东吴证券研究所

5.4、在线阅读：看好免费广告模式为行业带来的新增长驱动力

- 数字阅读行业起步即是主要通过付费模式进行变现，这与网络视频等行业的商业路径存在明显的差异。2003年10月，起点中文网开启“在线收费阅读”服务，成为真正意义上的网络文学赢利模式的先锋之一，就此奠定了原创文学行业商业模式的基础。当前我们当前坚定看好免费阅读市场的潜力，我们认为免费阅读是增量市场，下沉市场用户占比高，与付费用户重合度低。
- 根据Questmobile数据统计，在2019年上半年，掌阅APP与免费阅读应用七猫小说的重合用户数占七猫免费小说APP的比例仅为9.5%，占掌阅APP的比例仅为2.5%。QQ阅读APP与七猫免费小说APP的重合用户数占七猫免费小说APP的比例仅为6.7%，占QQ阅读APP的比例仅为3.2%。

图表101：免费阅读APP与传统的付费阅读APP用户重合度低（2019年4月）

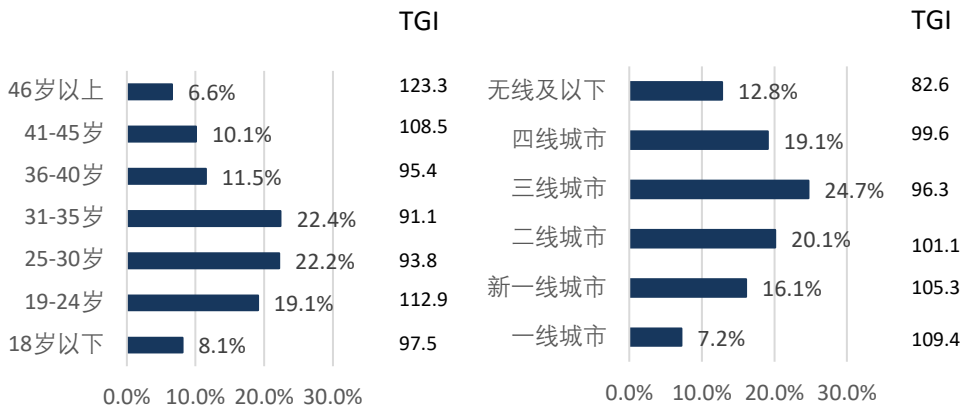
	重合用户数占七猫免费小说APP比例	七猫免费小说APP独占用户比例	掌阅APP独占用户比例	QQ阅读APP独占用户比例
掌阅APP与七猫免费小说APP	9.5%	90.5%	97.5%	-
QQ阅读与七猫免费小说APP	6.7%	93.3%	-	96.8%

资料来源：Questmobile，东吴证券研究所

5.4、在线阅读：看好免费广告模式为行业带来的新增长驱动力

■ 免费阅读当前主要针对低线城市的增量用户，在24岁以下及41-45岁两个年龄段间的用户更受欢迎，三线及以下城市（也即下沉市场）移动互联网用户是主要用户群体。本质上，免费阅读当前主要满足了此前盗版平台上用户的需求，但付费习惯需要培养，本轮通过免费广告业务实现用户获取留存，并最终通过内容产品的投入，撬动付费市场。从客户角度，这一趋势也满足了近年来下沉市场开发的广告投放诉求。

图表102：2019年3月免费阅读人群年龄与城际分布



资料来源：Questmobile，东吴证券研究所

图表103：2019年3月免费阅读人群各省份分布



资料来源：Questmobile，东吴证券研究所

5.4、在线阅读：看好免费广告模式为行业带来的新增长驱动力

- 根据我们的调研：
- 1）当前某行业头部纯免费阅读应用APP的单DAU广告收入约为0.3元/天，单DAU广告收入的主要影响因素包括广告CPM、用户使用时长、广告位数量及频次等，不同平台由于运营策略不同，单DAU广告收入有较大差异，我们此处暂参考此标准进行测算；
- 2）该头部免费应用APP当前的DAU为1800万左右；
- 3）行业前十的阅读应用（包括免费及付费）的DAU在一亿左右（未去重）；
- 我们计算出阅读行业的广告理论市场规模在110亿（假设均进行广告变现，但实际上当前行业付费率仅为5%，绝大部分用户都具有广告变现潜力）。

图表104：我们对行业空间及公司广告空间的测算

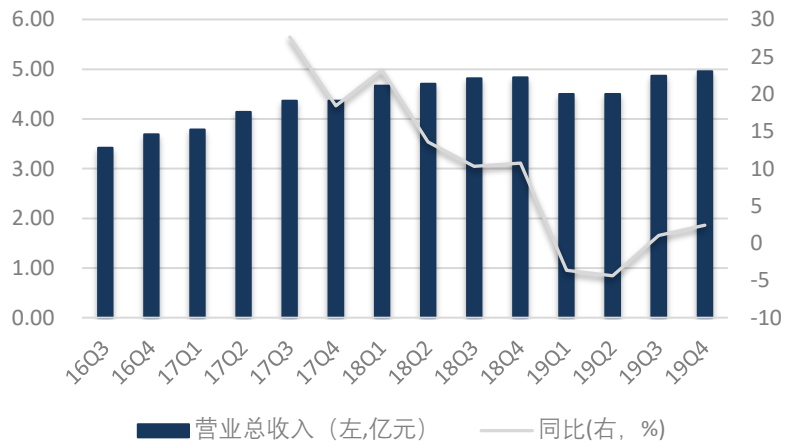
	行业某纯免费阅读APP	行业当前理论空间
DAU/万	1800	10000（未去重）
单DAU日广告收入/元	0.3	0.3
单日广告收入/万	540	3000
年化广告收入/亿	20	110

资料来源：产业调研，公司公告，东吴证券研究所

5.4、在线阅读：掌阅科技维持“买入”评级，建议关注中文在线

- **掌阅科技**：公司的发展基本延续着渠道扩张用户增长——运营能力提升——盈利增长的演进进程。上市前后，公司加大了对于市场的拓展与版权的投资，2016年公司采取优先占领市场的经营策略，加大了渠道推广和版权内容方面的投入力度，对优质手机厂商等渠道方让利，从而保证其渠道资源和内容资源的丰富和稳定供应。通过这一经营策略公司保持了用户规模和收入规模的快速增长，市场占有率稳居行业领先地位。伴随着2019年在广告业务及版权产品业务的增长，公司盈利能力开始出现明显的提升。维持公司“买入”评级。
- **中文在线**：公司积累了大量优质内容，拥有数字内容资源超400万种，网络原创驻站作者超370万名；与600余家版权机构合作，签约知名作家、畅销书作者2,000余位。随着下游需求的增长，预计将有助于公司的业绩修复。同时，公司旗下拥有互动式视觉小说平台“Chapters”，截止至2020年3月，Chapters注册用户已达1500万。

图表105：掌阅科技季度收入及同比增速出现拐点



资料来源：wind，东吴证券研究所

图表106：中文在线基于优质内容，打造多元优势的数字内容生态



资料来源：艾媒网，东吴证券研究所

6、其他标的：美团点评、中公教育

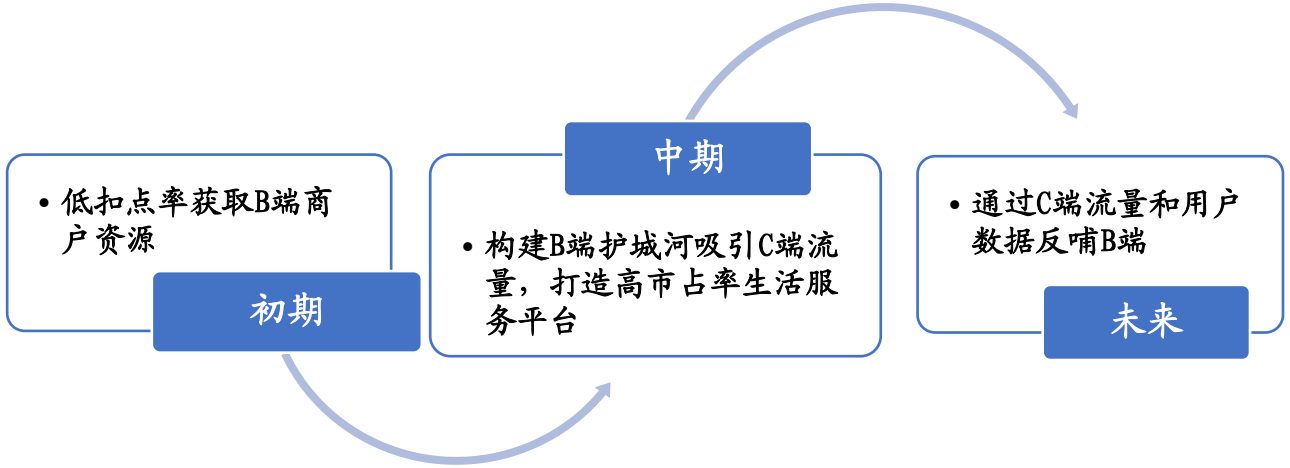
6.1、美团点评： 前期构建商户护城河，未来C端或可反哺B端业务

- **To C端业务进入稳定期，To B端收入逐步成为收入核心驱动**

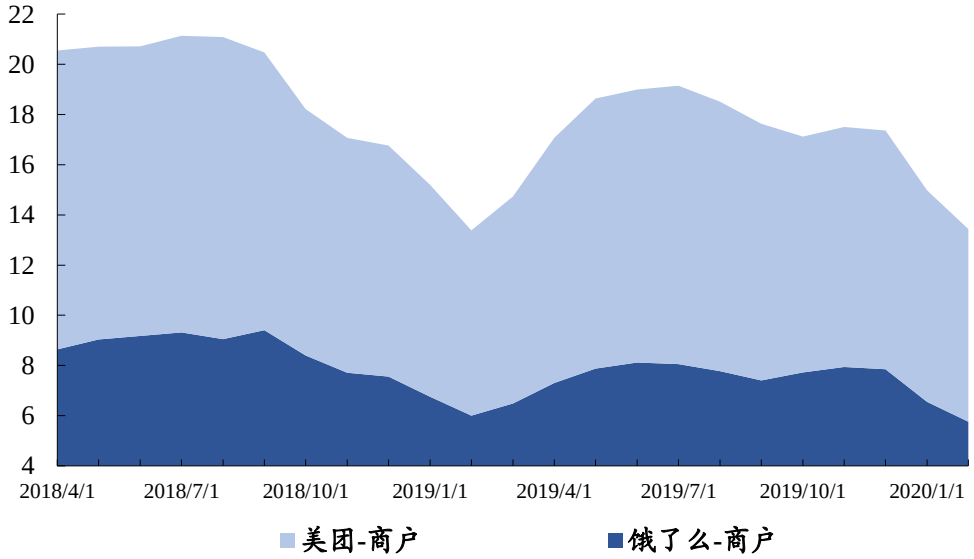
➢ 19Q1-19Q4美团外卖市占率保持在62%—65%，19年饿了么对美团发起“补贴”大战并未影响其市场地位，我们认为主要由于美团前期在商户端的长期积累，形成“平台拥有商户越多——用户体验更好，留存更高——平台可给商户派更多订单”的良性循环

➢ **凭借着美团通过外卖和大众点评平台积累的大量C端流量和用户数据，未来可反哺B端商户提供各类其他增值服务如在线营销和RMS餐饮管理系统等进一步拓展相关业务**

图表107：美团业务发展战略



图表108：美团和饿了么IOS端商户版MAU

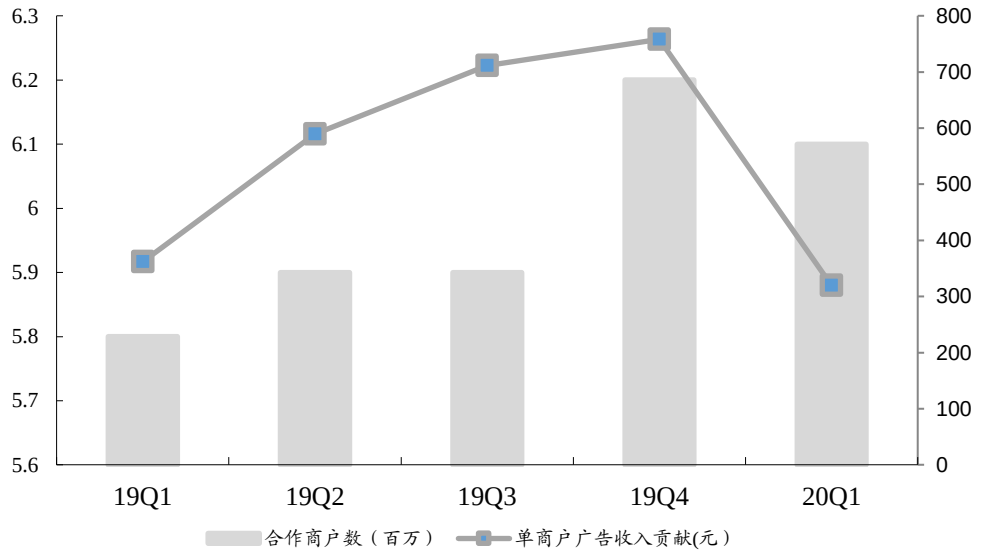


资料来源：公司公告，Sensor Tower，东吴证券研究所整理

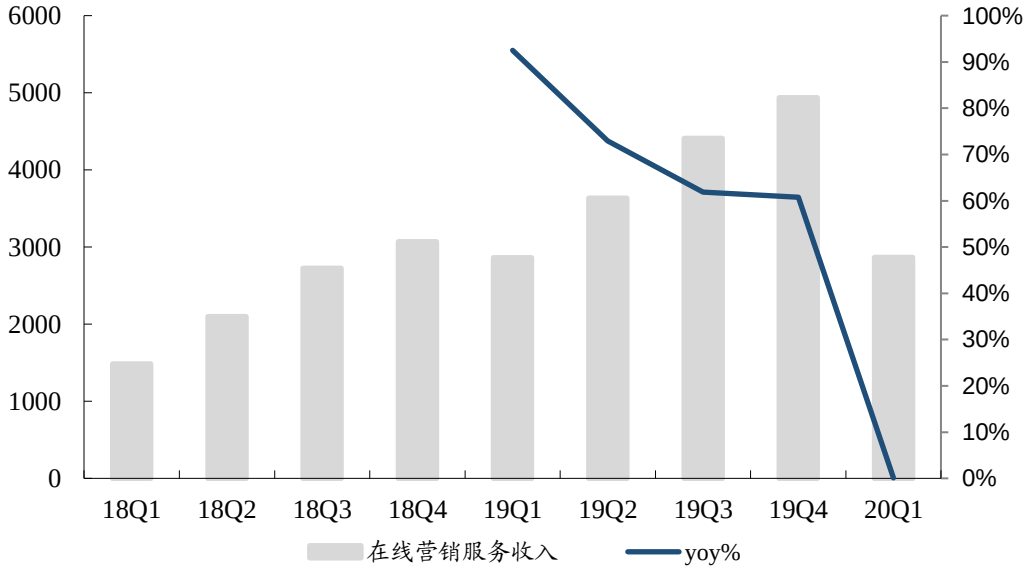
6.1、美团点评：在线营销服务快速成长

- **To B 收入进入快速增长期，行业马太效应显著**
  - 截止2019年美团活跃商户数约610万，全国商户覆盖率尚不足50%，未来可拓展空间较大
  - 由于“美团”和“大众点评”市占率较高，成为商户投放广告的首选平台，19Q1—19Q4平均单商户营销收入贡献为362/590/712/758元，同比环比均呈现快速增长
  - **Q1受疫情影响很多商户业务停摆，随着复工复产，大量商户投放广告吸引客户的意愿将加强，有望进一步推动美团在线营销服务增长**

图表109：美团合作商户&单商户广告收入贡献



图表110：美团在线营销服务（百万）维持快速增长%



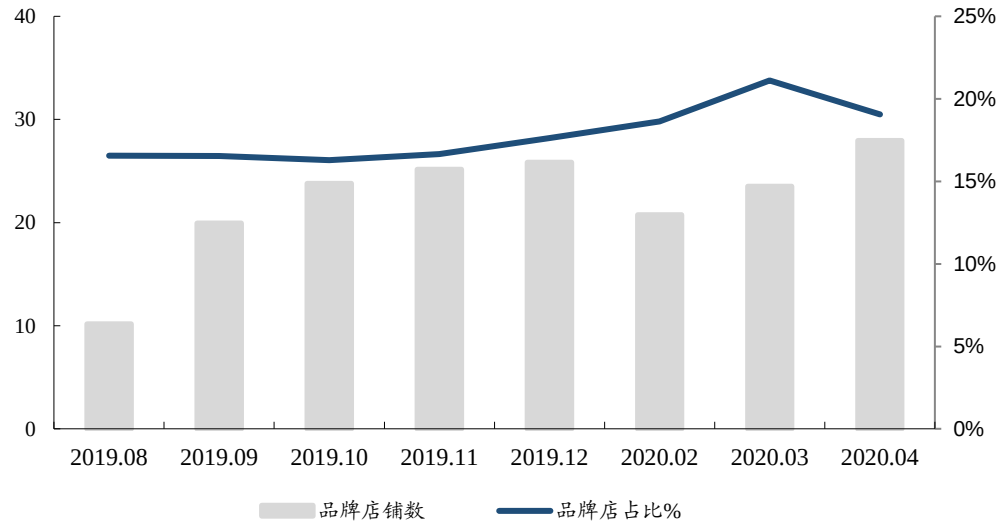
资料来源：公司公告，东吴证券研究所整理

6.1、美团点评：疫情推动高端餐饮商户加速渗透，客单价提升

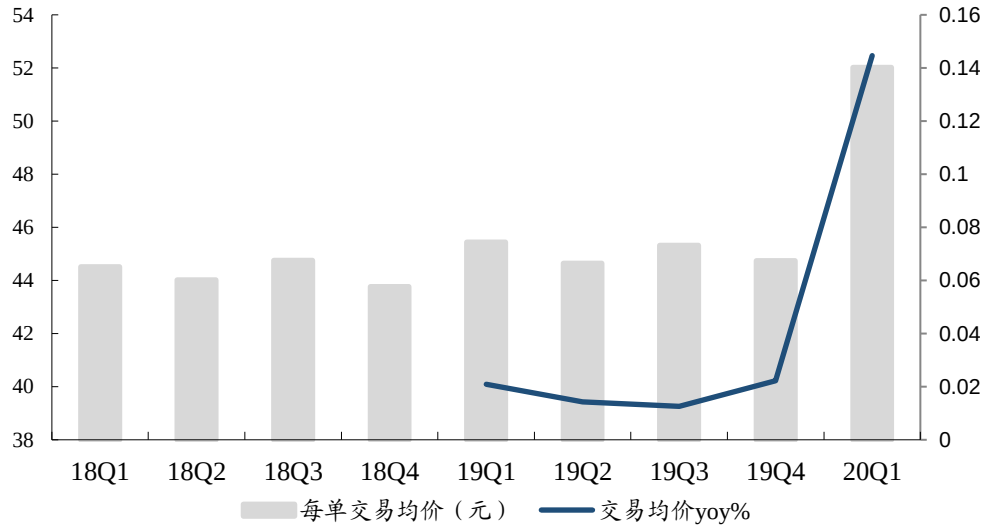
■ **疫情推动高端餐饮外卖渗透率，未来外卖收入将受“订单+客单价”双轮驱动**

- 受疫情影响，虽然Q1外卖订单量略受影响，但加速了美团在品牌商户端的渗透，推动客单价提升
- 1Q20美团每单交易均价约52元，同比增长14%+，随着中长尾供给恢复客单价将略有下降，但由于疫情导致用户对于食品质量要求更高，整体客单价未来同比仍将提升趋势，在扣点率稳定的情况下，客单将将成为驱动外卖收入增长的重要因素之一
- 预计2020-2022年美团收入达1150/1668/2178亿元，增速为18%/45%/31%；经调整EBITDA约84/137/197亿元,考虑公司由于业务结构转型趋势良好，营销等服务占比提升带动盈利能力提升，维持“买入”评级。

图表111：美团品牌店铺数占总店铺数比例逐渐提升（单位：万）



图表112：美团外卖每单交易均价显著提升



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

6.2、中公教育：教师产能快速扩张，看好下半年需求集中释放

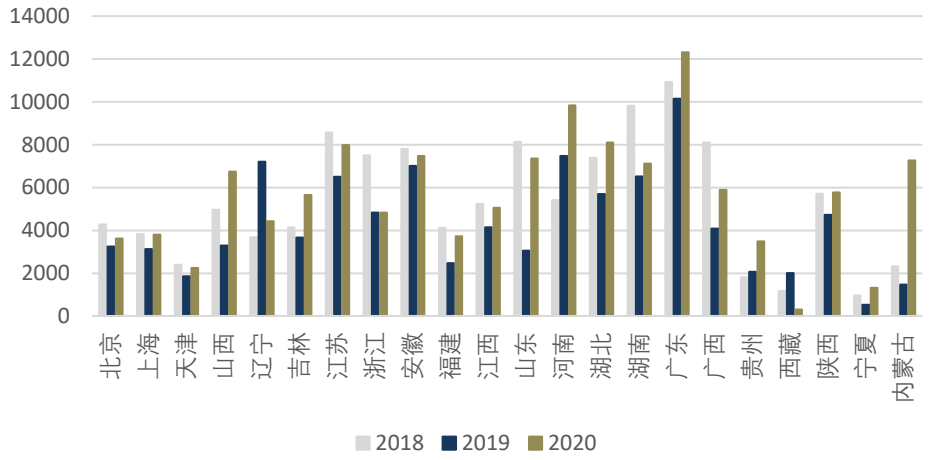
- 2019年，公司线上培训业务实现营收10.36亿元，同比增长 133.50%，线上培训人次1,779,196人，同比增长59.46%。面授培训人次1,508,160人，同比增长26.51%，面授培训收入80.84亿元，同比增长40.09%。截止2019年底公司直营分支机构数量1,104个，同比增长57.49%，公司渠道重心将进一步从总部和省城向地级市及县城下沉，同时拓展和创新高校渠道。
- H1或部分受到疫情影响，但预计供给侧也将加速分化，公司积极利用线上工具，抢占市场份额。且在2020 年国家稳就业政策背景下各赛道均有望迎来更旺盛参培需求，我们统计，截止7月5日，在已经披露省考公告的省份，招录人数同比增长31%。我们预计公司2020/2021/2022年归母净利润分别为25.69/35.20/42.89亿元，维持“买入”评级。
- *风险提示：疫情影响超预期，行业竞争超预期，宏观经济影响等。*

图表113：2019 年中公教育主要经营资源和业绩指标数据

项目	指标	2019年/期末	2018年/期末	yoy
经营资源方面	直营分支机构数量（个）	1,104	701	57.49%
	员工人数（人）	35,209	25,718	36.90%
	研发人员人数（人）	2,051	1,350	51.93%
	授课师资人数（人）	13,475	9,424	42.99%
业务方面	面授培训人次（人）	1,508,160	1,192,103	26.51%
	线上培训人次（人）	1,779,196	1,115,779	59.46%
	面授培训收入（元）	8,083,730,102.79	5,770,250,029.33	40.09%
	线上培训收入（元）	1,035,595,638.64	443,502,944.37	133.50%
利润方面	营业收入（元）	9,176,129,995.89	6,236,987,812.57	47.12%
	归属净利润（元）	1,804,548,688.01	1,152,887,416.22	56.52%

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表114：2020年省考招录人数同比增长31%（单位：人）



资料来源：公司官网，东吴证券研究所

7、风险提示

- 政策监管风险;
- 疫情影响超预期;
- 宏观经济超预期下行风险;
- 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

东吴证券 财富家园