民生证券 MINSHENG SECURITIES

疫情后的互联网新常态

分析师：刘欣
执业证号：S0100519030001
电话：010-85127513
邮箱：liuxin_yj@mszq.com

分析师：钟奇
执业证号：S0100518110001
电话：010-85127513
邮箱：zhongqi@mszq.com

研究助理：张昱
执业证号：S0100119070042
电话：021-60876733
邮箱：zhangyu_@mszq.com

2020年6月22日



风险提示：传媒政策监管趋严，老游戏流水表现不及预期，新游戏上线进度不及预期。视频网站用户时长增长不及预期，疫情控制进展不及预期。

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格
请务必阅读最后一页免责声明

疫情后的互联网新常态

- **游戏拐点已至，后疫情时代，游戏高景气度趋势不改。**受春节假期以及新冠肺炎疫情的影响，2020Q1移动游戏实际销售收入呈爆发式增长，达到553.7亿元，同比增长46.3%。2020年4月，移动游戏市场销售收入为158亿元，与去年同期相比，仍保持24.4%的增长，2020年5月，手游市场实际销售收入为177亿元，同比增长11%，后疫情时代，手游市场依然保证高景气，我们预期20年全年手游市场规模同比增速有望超过20%。

- **字节跳动入局游戏，重塑产业链价值分配。字节跳动目前进入游戏买量、渠道、发行和全产业链，总体利好上游CP厂商。**第一，字节跳动代理发行游戏，改善以往腾讯等巨头极强的垄断格局，通过自身流量游戏有望极大提升游戏的曝光度与整体流水，虽然字节现在也开始发力自研游戏，但是根据我们测算，由于自身流量优势巨大以及自研游戏进度难以短期爆发，未来还是会以代理游戏为主来填充自己游戏板块格局，总体利好上游CP厂商；第二，字节跳动坐拥大量的流量和成熟的商业化运营能力，提升整体游戏市场买量效率，利好游戏研发和发行端，同时由于字节跳动入局，下游渠道竞争格局更加激烈，上游的研发和发行厂商更加收益。 2020年4月27日起，VIVO将游戏信息流和广告联盟变现流水分成(游戏广告主：平台)从5:5调整至9:1，激励上游游戏厂商，这可以看做是下游渠道分成格局变革的先兆。

- **版号审批发放已经步入正轨，版号常态化有望从供给端改善行业。**2019年全年发放版号1340个，低于2018年一季度发放版号数。2020年版号发放常态化，平均每个月有100个左右版号发放。游戏版号发放收紧倒逼游戏行业供给侧改革，对于龙头有巨大优势，原来抄袭等不规范游戏难以拿到版号，而龙头公司由于经营一直规范，上线游戏基本版号获取都非常顺利，腾讯、网易、完美世界、吉比特等龙头公司均有超过10款游戏拿到版号，在游戏版号供给大量减少的当下，游戏龙头公司优势明显。

- **疫情影响叠加春节因素，利好线上视频行业，短视频及长视频平台月活用户和用户时长均有显著提升。**疫情自1月底全民开始重视后，居民的休闲娱乐方式由线下转到线上，整个视频行业的月活用户和用户时长都显著增加。疫情后视频平台月活和用户时长恢复正常水平，但仍有芒果、b站在疫情后呈现增长趋势。随着疫情管理放松，线下休闲娱乐活动逐渐恢复，在线视频行业的用户时长和月活恢复到原来水平。但是，芒果TV、b战长平台用户时长仍然呈现增长趋势，3月后仍有潜在的增速空间。

- **投资建议：**在后疫情时代，我们认为游戏目前估值处于低位+景气度改善+下游渠道竞争格局改善+供给侧改革龙头集中度提升+政策推动+5G云游戏催化，当前位置配置性价比依然很高，坚定推荐游戏板块。建议关注游戏标的：**电魂网络、宝通科技、完美世界、三七互娱、掌趣科技、姚记科技、富春股份、吉比特**等。同时我们认为长视频板块未来有望迎来腾讯视频和爱奇艺两大视频平台合并，长期ARPPU值有望逐渐提高，建议关注长视频行业投资机会，建议关注国企长视频平台标的：**芒果超媒。**

- **风险提示：**传媒政策监管趋严，老游戏流水表现不及预期，新游戏上线进度不及预期。视频网站用户时长增长不及预期，疫情控制进展不及预期。

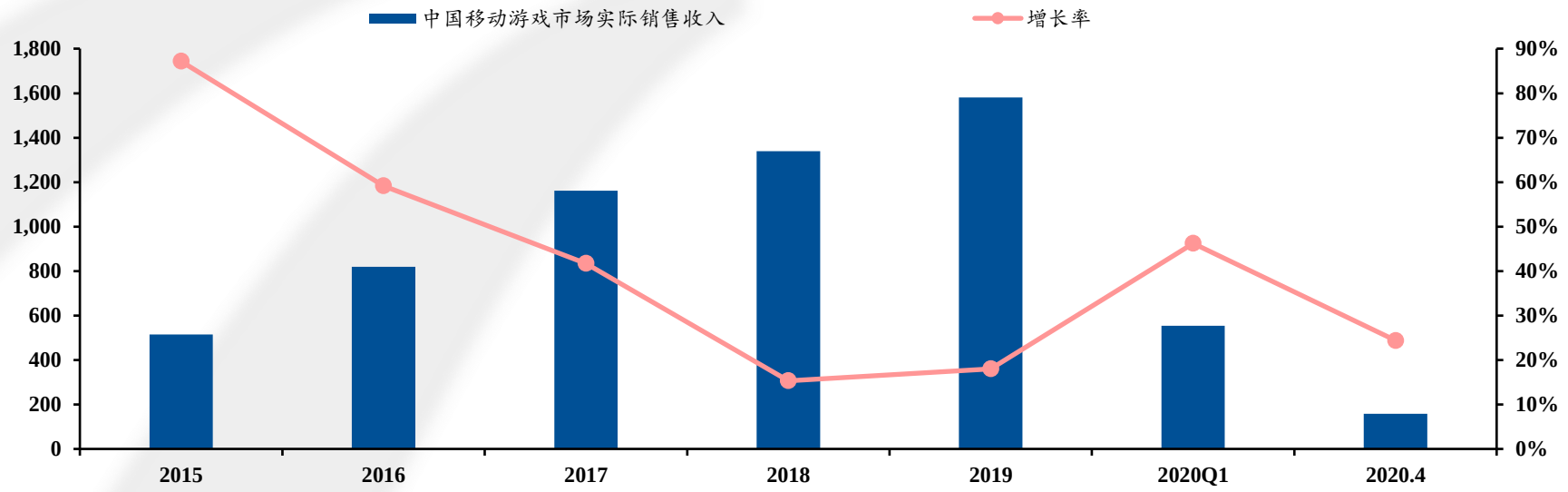
盈利预测与财务指标

代码	重点公司	现价	EPS			PE			评级
		2020/6/19	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
603258.SH	电魂网络	48.0	0.9	1.8	2.5	25.1	26.8	19.1	推荐
002624.SZ	完美世界	51.4	1.2	1.9	2.2	38.0	27.2	23.1	推荐
603444.SH	吉比特	453.9	11.3	15.3	18.2	26.5	29.6	24.9	推荐
002555.SZ	三七互娱	41.2	1.0	1.3	1.6	26.9	31.8	26.0	推荐
300299.SZ	富春股份*	8.25	-0.8	0.2	0.3	/	45.6	30.9	/
300413.SZ	芒果超媒	65.1	0.6	0.9	1.0	53.8	75.5	62.5	推荐
300031.SZ	宝通科技	24.4	0.8	1.0	1.4	19.5	24.1	17.6	推荐
300315.SZ	掌趣科技	6.7	0.1	0.3	0.4	46.8	22.3	18.5	推荐
002605.SZ	姚记科技*	35.3	0.9	2.6	2.1	22.6	13.5	17	/

*资料来源：公司公告、民生证券研究院（标*公司盈利预测为WIND一致预期）*

- **游戏拐点已至，后疫情时代，游戏高景气度趋势不改。**2019年，中国移动游戏市场实际销售收入增速有所上升。移动设备由于易于携带等便利成为休闲的首选，并且随着5G及云游戏的发展，移动游戏面临更为稳定的市场上升空间。2019年，中国移动游戏市场实际销售收入达到1581.1亿元，同比增长率18.0%。
- 受春节假期以及新冠肺炎疫情的影响，2020Q1移动游戏实际销售收入呈爆发式增长，达到553.7亿元，同比增长46.3%。2020年4月，移动游戏市场销售收入为158亿元，与去年同期相比，仍保持24.4%的增长，2020年5月，手游市场实际销售收入为177亿元，同比增长11%，后疫情时代，手游市场依然保证高景气，我们预期20年全年手游市场规模同比增速有望超过20%。

图：中国移动游戏市场销售收入（亿元）及同比增速（%）

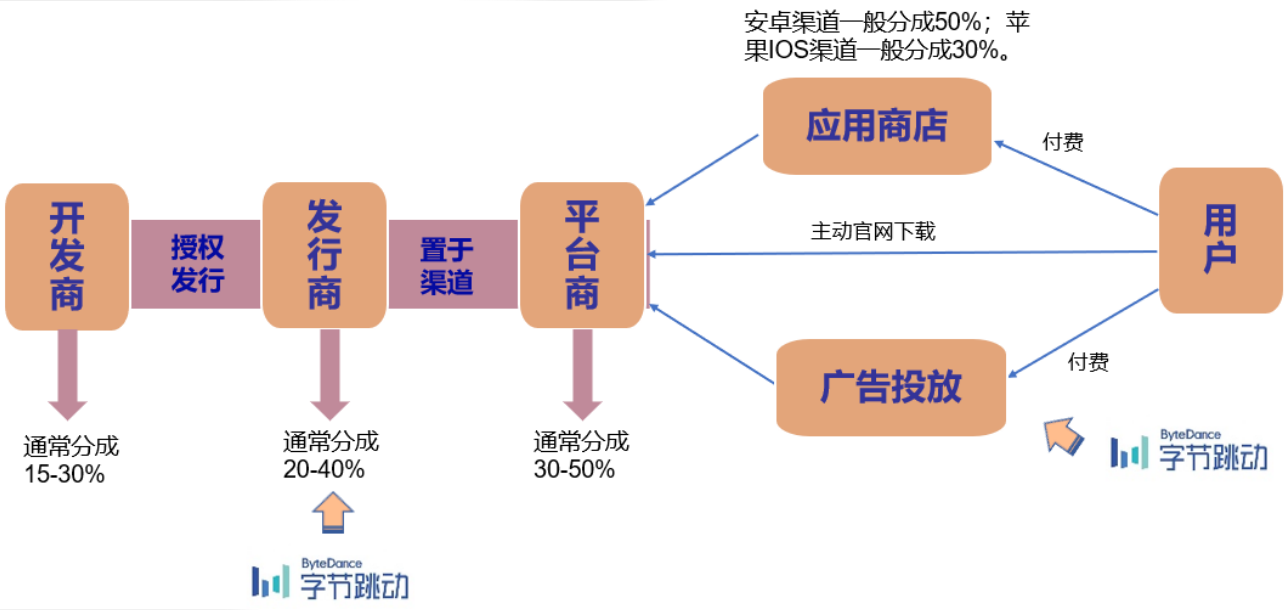


资料来源：伽马数据，民生证券研究院

游戏板块：字节跳动入局游戏，重塑产业链价值分配

- **字节跳动入局游戏，重塑产业链价值分配。**字节跳动目前进入游戏买量、渠道、发行和全产业链，总体利好上游CP厂商。
- 第一，字节跳动代理发行游戏，改善以往腾讯等巨头极强的垄断格局，通过自身流量游戏有望极大提升游戏的曝光度与整体流水，虽然字节现在也开始发力自研游戏，但是根据我们测算，由于自身流量优势巨大以及自研游戏进度难以短期爆发，未来还是会以代理游戏为主来填充自己游戏板块格局，总体利好上游CP厂商；
- 第二，字节跳动坐拥大量的流量和成熟的商业化运营能力，提升整体游戏市场买量效率，利好游戏研发和发行端，同时由于字节跳动入局，下游渠道竞争格局更加激烈，上游的研发和发行厂商更加收益。 2020年4月27日起，VIVO将游戏信息流和广告联盟变现流水分成(游戏广告主：平台)从5:5调整至9:1，激励上游游戏厂商，这可以看做是下游渠道分成格局变革的先兆。

图：中国移动游戏市场销售收入（亿元）及同比增速（%）

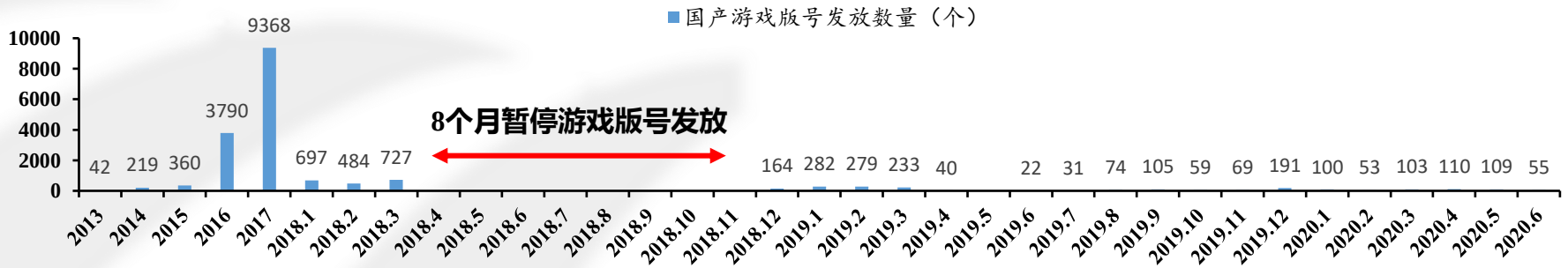


资料来源：民生证券研究院

游戏板块：游戏版号发放收紧倒逼游戏行业供给侧改革，龙头公司优势明显

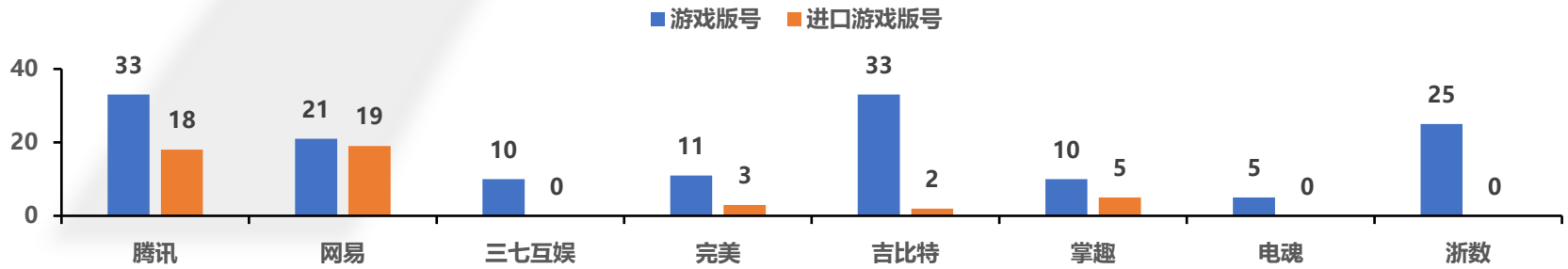
- **版号审批发放已经步入正轨，版号常态化有望从供给端改善行业。**2017年一年发放9000多个相对放松式的监管方式基本不可能重现，国产游戏版号自2018年4月暂停8个月后，于2018年12月重启版号发放，2019年4月，游戏版号申报重启，标志着版号审批发放逐渐步入正轨。2019年全年发放版号1340个，低于2018年一季度发放版号数。2020年版号发放常态化，平均每个月有100个左右版号发放。游戏版号发放收紧倒逼游戏行业供给侧改革，对于龙头有巨大优势，原来抄袭等不规范游戏难以拿到版号，而龙头公司由于经营一直规范，上线游戏基本版号获取都非常顺利，腾讯、网易、完美世界、吉比特等龙头公司均有超过10款游戏拿到版号，在游戏版号供给大量减少的当下，游戏龙头公司优势明显。

图：国产游戏版号发放数量



资料来源：广电总局，民生证券研究院

图：2019年起重点游戏公司游戏版号获取情况

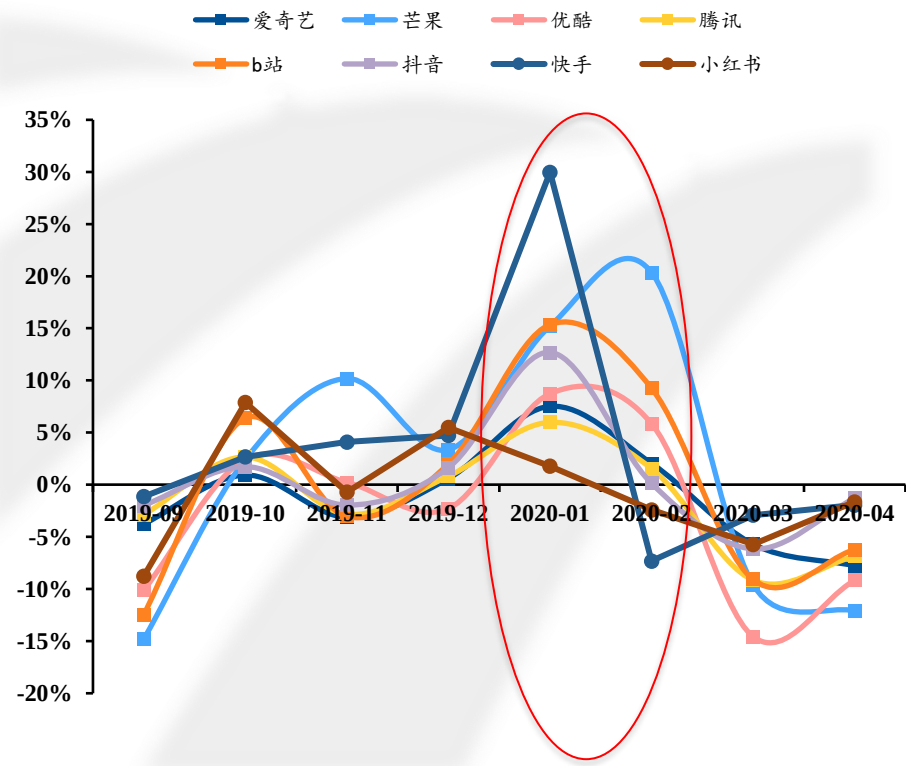


资料来源：广电总局，民生证券研究院

视频板块：疫情影响叠加春节因素，利好线上视频行业

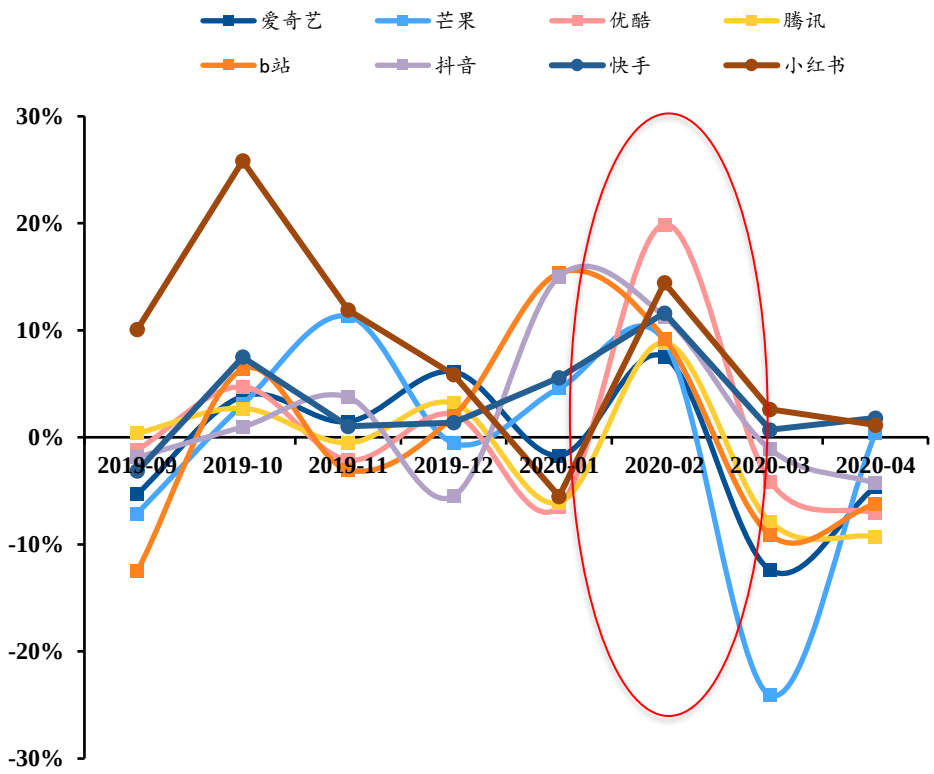
- **疫情影响叠加春节因素，利好线上视频行业，短视频及长视频平台月活用户和用户时长均有显著提升。**疫情自1月底全民开始重视后，居民的休闲娱乐方式由线下转到线上，整个视频行业的月活用户和用户时长都显著增加。主要原因为：一方面，疫情正逢春节时期，居民休闲时间长，会增加在线观影时间；另一方面，疫情使得居民只能居家活动，线上视频播放成为居民疫情中娱乐休闲的主要方式。

图：视频平台月活用户环比增长



资料来源：QuestMobile，民生证券研究院

图：视频平台用户时长环比增长

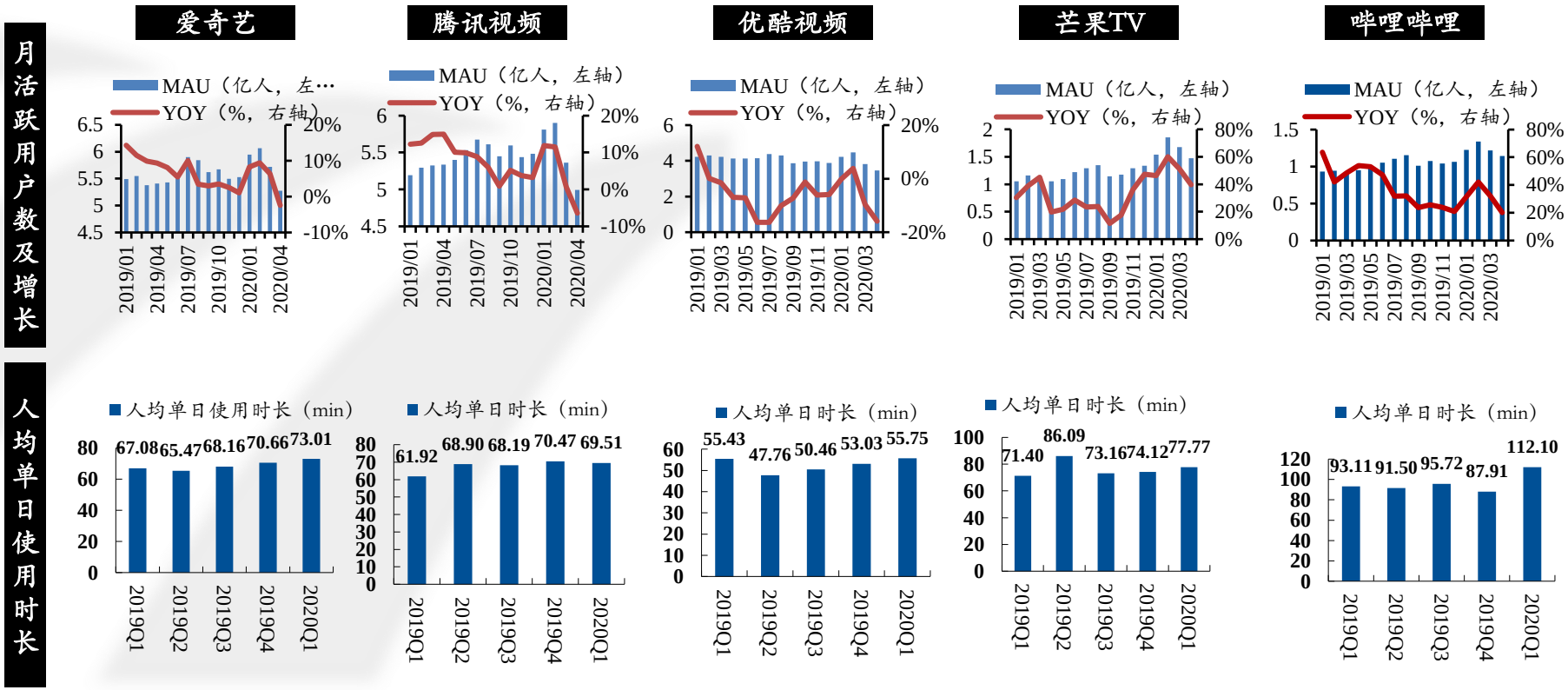


资料来源：QuestMobile，民生证券研究院

视频板块：疫情后，芒果TV、b站长视频平台仍呈增长趋势，具有潜在发展空间

- **疫情后视频平台月活和用户时长恢复正常水平，但仍有芒果、b站在疫情后呈现增长趋势。**随着疫情管理放松，线下休闲娱乐活动逐渐恢复，在线视频行业的用户时长和月活恢复到原来水平。但是，芒果TV、b战长平台用户时长仍然呈现增长趋势，3月后仍有潜在的增速空间。

图：长视频平台 用户数据VS时长对比



资料来源：QuestMobile，民生证券研究院

风险提示

传媒政策监管趋严，老游戏流水表现不及预期，新游戏上线进度不及预期。视频网站用户时长增长不及预期，疫情控制进展不及预期。

• 分析师与研究助理简介

- **刘欣，民生证券文化传媒&海外互联网首席分析师，中国人民大学汉青高级经济与金融研究院硕士，先后于中金公司（2015-2016）、海通证券（2016-2019）从事TMT行业研究工作，2019年1月加入民生证券。所在团队2016/2017年连续两年获得新财富最佳分析师评比文化传媒类第三名，2016年水晶球评比第三名，2016年金牛奖第三名，2017年水晶球第五名，2017证券时报金翼奖第一名，2019年获得WIND第七届金牌分析师评比传播与文化类第5名等。**

- **张昱，民生证券研究院文化传媒&海外互联网研究员，墨尔本大学金融学硕士，2019年7月加入民生证券。2019年获得Wind第七届金牌分析师评比传播与文化类第5名。**

- **钟奇，民生证券总裁助理&研究院院长，范德比尔特大学金融数学博士后，约翰霍普金斯大学博士，复旦大学学士，上海期货交易所博士后导师。文化传媒与有色金属行业分析师。**

分析师承诺：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明：

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的12个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005
上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122
深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

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。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。