

传媒行业 2021 年度投资策略

从流量到留量，大浪淘沙沉者为王

□ **回顾 2020:** 受外部环境影响，20 年传媒板块结构分化明显，整体上呈现先扬后抑的走势。而整个传媒互联网和教育行业也在这一年被深刻地改变了。流量结构的演变、用户习惯的转变、新兴媒介渠道的兴起和下沉市场的开发，为行业带来新的增量。

□ **展望 2021:** 顺周期复苏，“逆”周期成长。

我们认为在经济持续恢复、线下消费复苏的大背景下，顺周期的广告营销、院线板块将具备右侧趋势性机会。而“逆”周期的游戏和视频行业，我们认为由于流量机构变迁和人们消费习惯的变化，行业格局正在发生演变，优秀的企业具备长期的成长价值，建议关注行业的左侧机会。

我们的 2021 关键词：从流量到留量；线下娱乐恢复；广告需求复苏；游戏渠道泛化；视频资产证券化加速。

□ **顺周期：我们持续推荐需求和业绩迅速恢复的广告营销和电影产业链。**其中顺周期广告的业绩弹性将大于电影产业链，而电影产业链中电影内容的弹性又要强于院线。重点关注疫情后快速恢复的梯媒行业及受益私域流量红利的红人经济服务商。

广告营销：公域流量看平台，梯媒需求恢复+行业竞争格局改善+盈利能力改善，首推广告平台稀缺标的分众传媒；私域流量看服务商，红人经济高速增长，KOL 营销带来行业增量。**建议关注：分众传媒、天下秀。**

电影产业链：基本面筑底，低基数下有望迎来高增长。电影内容行业短期内海外供给仍然不足，国内公司迎来发展良机；院线行业中长期电影市场恢复及银幕增速下滑料将驱动单银幕产出在 2021 年迎来拐点，而疫情之后头部影投公司市占率有望提升，将进一步利好万达电影、横店影视等公司。**建议关注：万达电影。**

□ **逆周期：建议关注游戏板块的左侧机会和视频行业龙头公司。**视频和游戏受益于疫情带来的线上娱乐渗透率提升的行业如今正迎来行业格局的又一次演变，行业内优质公司有望得益于流量格局演变带来的行业机会。我们建议自下而上优选个股，建议关注超跌后游戏板块左侧机会和视频板块龙头个股。

游戏：我们认为 21 年游戏行业全年仍有望保持 10% 以上增长，随着渠道的泛化叠加上云游戏的进一步落地，优质内容厂商的话语权和议价能力将进一步提升。**建议关注：腾讯控股、心动公司、完美世界、三七互娱。**

视频：长视频赛道：我们认为 2021 年长视频平台将受益于会员收入步入提价周期、广告收入增速疫情后逐渐恢复和相关公司探索多元化变现方式以提升流量变现效率，行业迎来 β 行情；短视频赛道：短视频龙头快手抖音有望相继上市，行业仍处流量高速增长红利期且商业化变现不断成熟；中视频赛道：相比于长短视频，中视频目前用户渗透率仍低，头部 APP 体量不大，行业未来增长潜力巨大。**建议关注：芒果超媒，哔哩哔哩；拟上市公司快手公司、字节跳动。**

□ **教育：**建议关注稳就业政策基调下政策受益的高教、职业教育板块和疫情催化下渗透率持续提升的 K12 教育板块。**建议关注：新东方、中公教育。**

□ **风险提示：**疫情增加不确定性，传媒、教育政策监管趋严，业绩预告发布部分公司表现不及预期，游戏版号限制。

重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	股价(元)	EPS(元)			PE(倍)			PB	评级
		2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E		
完美世界	26.33	1.17	1.48	1.75	22.5	17.79	15.05	5.37	推荐
三七互娱	30.35	1.36	1.64	1.94	23.71	21.88	20.44	6.98	/
芒果超媒	82.6	1.09	1.13	1.41	75.78	73.1	58.58	16.74	推荐
分众传媒	11.68	0.26	0.36	0.44	44.92	32.44	26.55	19.73	/
万达电影	20.16	-0.87	0.72	0.89	-23.16	27.88	22.48/	3.25	/
新东方-S	1364.00	2.95	4.22	5.45	59.57	41.68	32.30	65.29	/
中公教育	34.94	0.41	0.56	0.74	84.70	61.81	46.86	36.39	/

资料来源：Wind，华创证券预测 注：股价为 2021 年 01 月 20 日收盘价（暂未评级的使用

Wind 一致预期）

推荐（维持）

华创证券研究所

证券分析师：刘欣

邮箱：liuxin3@hcyjs.com

执业编号：S0360521010001

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	172	4.14
总市值(亿元)	18,806.14	2.09
流通市值(亿元)	13,709.72	2.07

相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	-0.79	-14.14	1.18
相对表现	-10.32	-31.15	-29.65



相关研究报告

《传媒周观察(20210104-20210110)：重点手游陆续上线，游戏行业迎来强产品周期》

2021-01-10

《传媒周观察(20210111-20210115)：网易《游戏王》暂避“硬核联盟”，内容渠道之争愈演愈烈》

2021-01-16

投资主题

报告亮点

本报告根据传媒互联网行业的周期性和成长性分析行业未来的投资机会。我们认为流量单纯的增长红利已经趋近尾声，跑马圈地的移动互联网上半场结束，如何通过运营好产品和内容，如何依靠新经营、新模式、新渠道把用户留住将是下一阶段的核心竞争力。2021 年我们持续推荐随着经济复苏、需求迅速恢复的顺周期广告营销和电影产业链，政策支持、竞争格局改善的教育板块，同时我们认为优质的内容公司和积极探索新增长曲线的平台公司也具备较高的投资价值，建议重点关注超跌后游戏板块的左侧机会和视频行业的龙头个股。

投资逻辑

传媒行业 21 年的投资将沿着“顺周期复苏”和“逆周期成长”两条主线进行。**顺周期：**经济复苏、需求回暖的 21 年，顺周期板块具备 β 属性。广告营销行业作为经济的“晴雨表”，伴随经济的持续复苏业绩将持续改善，且广告相比传媒的其他细分板块在经济修复周期业绩恢复的弹性最大，判断 2021 年广告作为顺周期行业仍有“右侧”投资机会，具体来看：公域流量推荐下游平台，私域流量推荐中游的营销服务商。**对于电影产业链，**预计影院行业 2021 年迎来单银幕产出拐点。预计 2021 年票房相比 2019 年的恢复程度在 80%~100%，未来电影市场表现优劣的核心在于有无充足的优质影片供给。对于银幕增速，我们预计 2020 年~2021 年银幕数增长在 -10%~0% 之间。对于行业格局，我们认为中长期电影市场恢复及银幕增速下滑料将驱动单银幕产出在 2021 年迎来拐点，而疫情之后头部影投公司市占率有望提升，将进一步利好万达电影、横店影视等公司。

“逆”周期：游戏和视频行业格局都正迎来变化，优秀公司将拥有广阔的成长空间，建议关注超跌后游戏板块的左侧机会和视频板块。**游戏：**我们认为游戏买量成本未来将长期保持温和上涨的趋势，但随着游戏渠道的日益泛化、云游戏云分发技术的落地和玩家对于高品质游戏需求的提升，优质内容的重要性和内容厂商的话语权都将得到提升，“内容”而非“渠道”将成为行业主角。**视频：**长视频赛道：会员提价、广告复苏、多元化变现方式探索初成三重因素叠加，行业有望迎来 β 行情；短视频赛道：短视频龙头有望在未来两年相继上市，资产证券化正在加速，目前行业仍处流量高增长红利期且商业化变现不断成熟；中视频赛道：相比于长短视频，中视频目前用户渗透率仍低，头部 APP 体量不大，但头部企业哔哩哔哩在 Z 世代中拥有牢固的内容制作和社区壁垒，西瓜视频等也纷纷介入这一赛道，未来潜力巨大。

教育：在优质教育资源稀缺可能会长期存在，稳就业政策托底的背景下，教育板块稳定性与成长性并存。K-12：K-12 教育公司的品牌壁垒正在逐步确立起来，龙头公司借助在线教育进一步打通下沉市场，并凭借在运营和管理层面的优势，拥有更高的运营效率。随着流量红利的逐步弱化，拥有更强运营能力和更好授课效果的公司将脱颖而出；高教板块：随着政策的进一步推动和疫情的催化，正走向量价齐升的上升通道，市场集中度有望进一步提升，看好优质公司借助自身校区扩张和并购提升实现市占率的上升；职业教育：正迎来最强有力的政策支持，在稳就业的政策支持和考研、考公热情不断上升的背景下，各细分领域龙头有了更广阔的市场空间。

目 录

一、年度复盘：全年小幅下跌，估值低安全边际高.....	7
二、顺周期：需求持续恢复，把握行业 β 属性.....	11
(一) 广告营销：公域流量看平台，私域流量看服务商.....	11
1、广告市场：梯媒恢复，电商和短视频广告韧性强.....	11
2、如何布局：首推公域流量平台，私域流量看红人经济服务商.....	15
(二) 电影产业链：基本面筑底，低基数下有望迎来高成长.....	15
1、电影产业：复工后持续恢复.....	16
2、如何布局：基本面筑底，低基数下有望迎来高增长，内容弹性大于院线.....	17
三、“逆”周期：格局演变孕育新机，自下而上掘金龙头.....	19
(一) 游戏：行业迎来强产品周期，“内容”为王时代加速到来.....	19
1、板块复盘：大盘加速扩容，高基数下 21 年仍有望保持增长.....	20
2、2021 年：行业强产品周期将至，对标海外国内用户渗透率仍有潜力.....	24
3、看未来：变化带来红利.....	26
(二) 视频：视频行业货币化加速，内容+电商变现效率提升，推荐下游平台型标的和上游掌握 IP 的标的.....	36
1、长视频：格局改善叠加提价周期，预计行业迎来 β 行情.....	36
2、短视频：抖音快手有望相继上市，行业处高景气增长期.....	39
3、中视频：B 站 VS 西瓜视频，竞争尚处“战国时代”.....	40
四、教育：刚需赛道，长期看好.....	42
(一) K-12 教育：疫情带来洗牌，龙头壁垒逐步确认.....	42
(二) 高教：内生外延加速成长.....	44
(三) 职业教育：享政策红利，迎发展良机.....	45
五、建议关注.....	45
(一) 腾讯控股.....	45
(二) 心动公司.....	47
(三) 完美世界.....	48
(四) 三七互娱.....	49
(五) 分众传媒.....	50
(六) 天下秀.....	51
(七) 芒果超媒.....	51
(八) 哔哩哔哩.....	52
六、风险提示.....	53

图表目录

图表 1	传媒板块 20 年全年涨跌幅（截至 2020/12/31）	7
图表 2	中信行业 20 年全年涨跌幅（截至 2020/12/31）	7
图表 3	中信传媒板块市盈率（截至 2020/12/31）	8
图表 4	传媒各细分板块市盈率（截至 2020/12/31）	8
图表 5	传媒板块基金超配比例	8
图表 6	2020Q2 子板块及超/低配比例	9
图表 7	2020Q3 子板块及超/低配比例	9
图表 8	2013-2020Q3 传媒行业营收（亿元）及同比增速	9
图表 9	2013-2020Q3 传媒行业归母净利润（亿元）及同比增速	9
图表 10	2020 前三季度传媒互联网各细分板块营收和利润情况	10
图表 11	2013-2020Q3 传媒行业经营活动现金流净额营业收入比（%）	10
图表 12	2013-2020Q3 传媒行业经营活动现金流金额（亿元）及同比增速	10
图表 13	传媒行业商誉所有者权益比	11
图表 14	广告大盘刊例同比变化	12
图表 15	分渠道广告刊例同比变化	12
图表 16	2020 年 9-11 月电梯海报/视频投放品牌 TOP10 一览	12
图表 17	中国主要广告公司广告业务同比增速情况	13
图表 18	阿里与拼多多（广告业务）营收及增速情况	13
图表 19	2017 年~2020H1 快手广告业务收入增速	14
图表 20	2016-2019 年字节跳动广告营收	14
图表 21	2016~2019 年互联网广告市场营收规模及同比变化	14
图表 22	KOL 广告市场规模	14
图表 23	营销行业产业链一览	15
图表 24	2020 年初至今主要院线公司的股价涨跌幅（%）	16
图表 25	2020 年复工后票房（亿元）与 2019 年同期对比	17
图表 27	五部影片贡献票房占期间总票房比例达 68.4%。	17
图表 27	2012 年~2020 年进口片占比变化	18
图表 28	2012 年~2020 年进口片票房及同比变化	18
图表 29	2021 年春节档影片一览	18
图表 30	2020 年初至今游戏（中信）指数与沪深 300 指数涨跌幅（%）（截至 2020 年 12 月 23 日）	20
图表 31	主要游戏公司 20 年涨跌幅（%）（截至 2020 年 12 月 31 日）	21
图表 32	中国移动游戏市场实际销售收入	21
图表 33	中国自主研发游戏海外市场实际销售收入	21

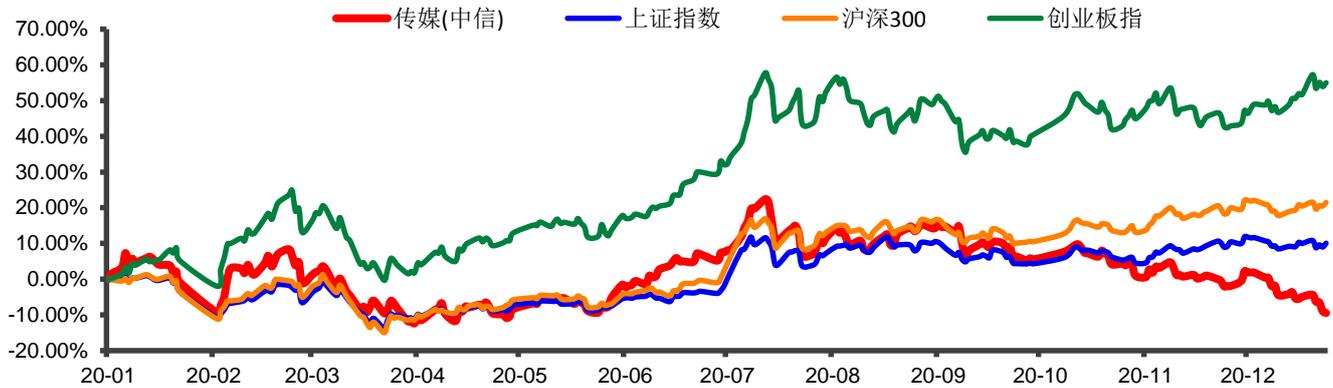
图表 34	移动游戏用户规模与渗透率	22
图表 35	各移动游戏品类用户规模	22
图表 36	中国移动游戏市场销售收入（按季度）	23
图表 37	2020 年 H1 国内流水 TOP100 移动游戏产品情况（按研发）	23
图表 38	2020 年 H1 国内流水 TOP100 移动游戏产品情况（按发行）	23
图表 39	iOS 游戏下架趋势	24
图表 40	国产游戏版号数量	24
图表 41	上市公司部分重点国内产品排期情况	25
图表 42	中日美玩家渗透率	25
图表 43	中日美玩家年龄构成	25
图表 44	日本游戏市场销售收入与人均 GDP（2017 年前非移动游戏数据存在缺失）	26
图表 46	各渠道分成占比情况	26
图表 46	top3 平台游戏买量月投放素材数	27
图表 47	整体游戏买量市场日均投放数	27
图表 48	买量公司主体数量和每月新增投放游戏数量变化情况	27
图表 49	腾讯游戏近一年来投放总素材数	28
图表 50	网易游戏近一年来投放总素材数	28
图表 51	买量榜 TOP50 占比	29
图表 52	买量榜新品 TOP50 占比	29
图表 53	《小美斗地主》投放素材情况	29
图表 54	《阳光养猪场》投放素材情况	29
图表 55	该组素材采用纯玩法展示即取得了千万级播放量	30
图表 56	《江南百景图》立项前即通过美术风格吸量测试来决定产品画风	30
图表 57	贪玩蓝月开始在梯媒投放广告并强调贪玩品牌	31
图表 58	中美日游戏销售收入组成（2019）	31
图表 59	《黑神话：悟空》 B 站播放页	32
图表 60	《第五人格》 游戏画面（黎明杀机玩法）	32
图表 61	《原神》首月流水情况	33
图表 62	《原神》游戏画面（玩法学习塞尔达）	33
图表 63	部分游戏的研发投入情况	33
图表 64	有望推出融合新品类的部分上市公司	33
图表 65	云游戏产业链	34
图表 66	云游戏市场规模	35
图表 67	云游戏付费用户参与动机	35
图表 68	云游戏延迟情况	35

图表 69	云试玩逻辑链条	36
图表 70	腾讯即玩（先试玩-后下载）大幅提高下载量	36
图表 71	爱奇艺与芒果 TV 付费用户数及环比变动	37
图表 72	爱奇艺与芒果 TV 年度 ARPU 值	37
图表 73	爱奇艺与芒果 TV 会员收入及同比变动	37
图表 74	PGC 内容产业链相关公司一览	38
图表 75	抖音快手情况对比	39
图表 76	抖音快手用户画像对比	40
图表 77	视频行业格局一览	41
图表 78	长/中/短视频 MAU（亿人）	41
图表 79	我国 K-12 课外辅导市场规模（单位：10 亿元）	42
图表 80	中国儿童及青少年人口规模（单位：万）	42
图表 81	新东方各线城市网点占比	43
图表 83	我国 K-12 线上课外辅导有关上市公司	43
图表 83	我国 K-12 线下课外辅导主要公司	43
图表 84	民办高校普通本专科生规模	44
图表 85	高教公司新生和在校生情况汇总	45
图表 86	考研历年报名人数	45
图表 87	国考历年报名人数	45
图表 88	腾讯控股营收及增速情况	46
图表 89	腾讯控股净利润及增速情况	46
图表 90	腾讯控股营收结构情况	46
图表 91	Taptap 营收情况	47
图表 92	Taptap Mau 情况	48
图表 93	Taptap 单用户广告收入	48
图表 94	完美世界归母净利润情况	48
图表 95	完美世界主要游戏畅销榜情况	49
图表 96	三七研发支出合计	50
图表 97	三七品类突破方向	50
图表 98	公司利润表拆分	51
图表 99	小芒电商 APP 产品界面展示	52
图表 100	B 站营收结构	52

一、年度复盘：全年小幅下跌，估值低安全边际高

传媒板块 20 年全年下跌 2.30%，跑输沪深 300 指数 29.5%。20 年作为特殊的一年，年初的疫情使人们不得不宅居在家，娱乐需求由线上转为线下，短期视频、游戏表现亮眼。但随着国内疫情得到控制，叠加上游戏买量价格上涨等诸多因素，导致指数出现一定程度的回调。

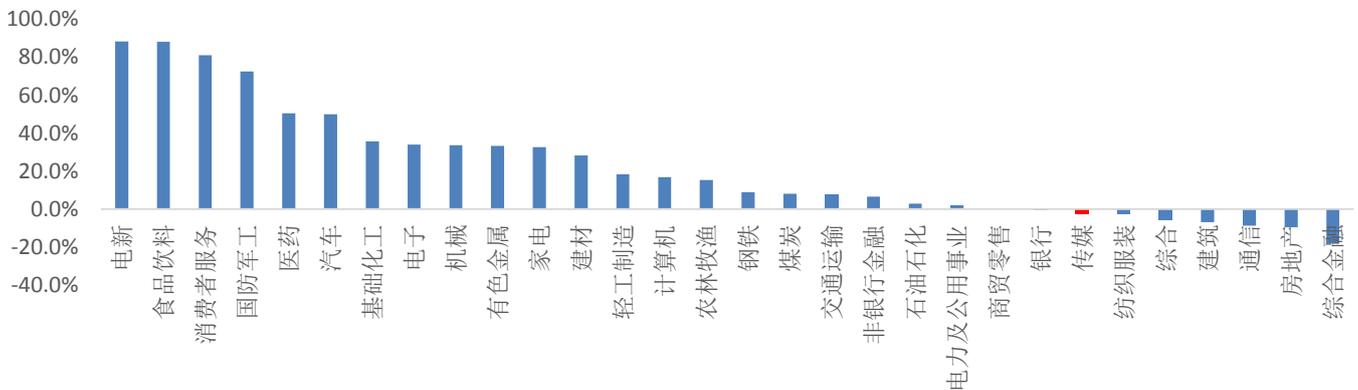
图表 1 传媒板块 20 年全年涨跌幅（截至 2020/12/31）



资料来源：Wind，华创证券

20 年传媒中信指数跌幅 2.30%（到 2020/12/31），在中信 30 个行业中排名第 24。19 年全年传媒中信指数上涨 18.27%，排名第 19，传媒板块排位有所下降，依旧处于相对靠后位置。

图表 2 中信行业 20 年全年涨跌幅（截至 2020/12/31）



资料来源：Wind，华创证券

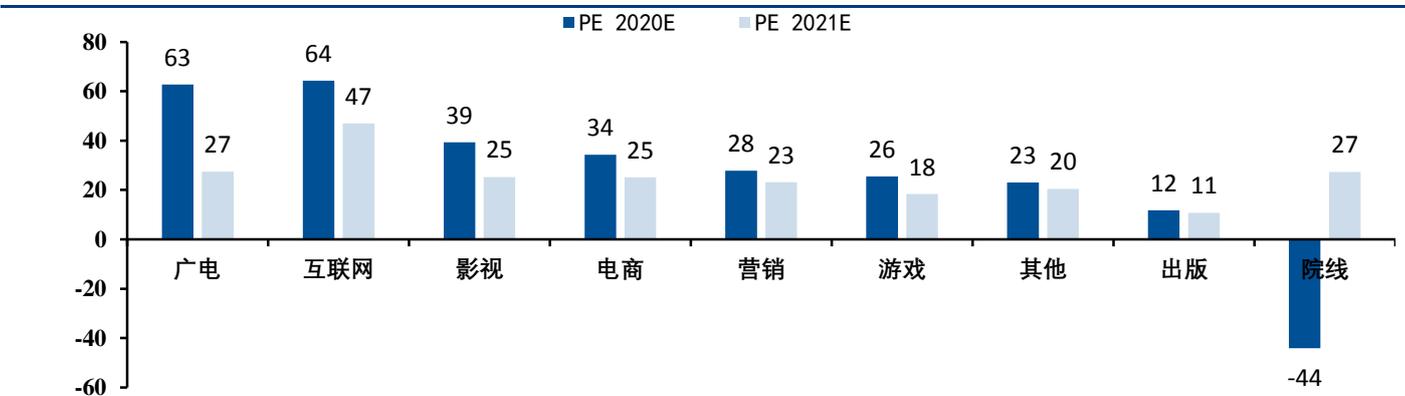
传媒板块估值处于 10 年以来 6.36%分位数，安全边际较高。目前，传媒板块（中信）的 PE（TTM）处于自 10 年以来 6.36%分位数（截止到 2020 年 12 月 31 日），估值处于历史低位，具有较高安全边际。传媒板块估值从 2012 年年底 23X 一路稳步提升，到 2015 年 6 月牛市顶点的 122X，截止 2020 年 12 月 31 日为 25X。

图表 3 中信传媒板块市盈率（截至 2020/12/31）



资料来源：Wind，华创证券

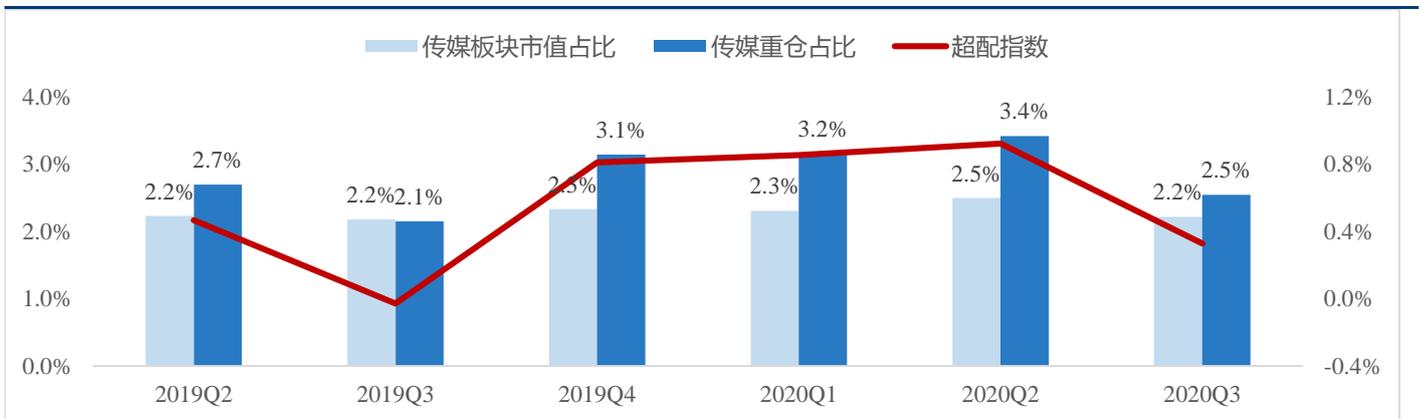
图表 4 传媒各细分板块市盈率（截至 2020/12/31）



资料来源：Wind，华创证券

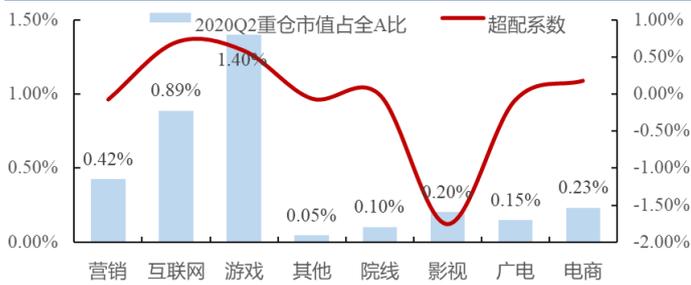
传媒行业目前处于超配，整体超配系数有所下降。整体看：20 年 Q3 传媒板块重仓股持股市值比相比 Q2 有所下降，超配指数由+0.9%下降至+0.3%。分板块看：营销/互联网/游戏/院线/电商板块超配系数为正（超配）；影视/广电/其他板块超配系数为负（低配）；营销/院线在 Q3 的超配系数环比 Q2 有所上升。

图表 5 传媒板块基金超配比例



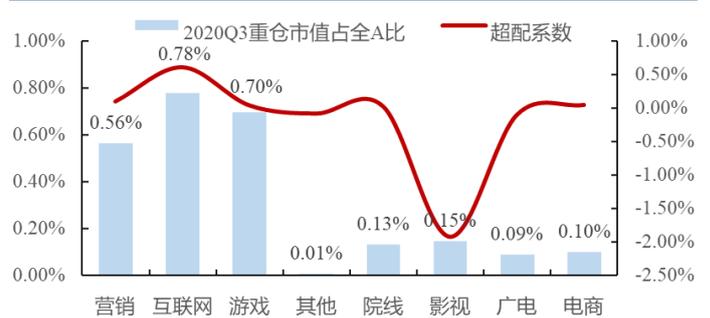
资料来源：Wind，华创证券

图表 6 2020Q2 子板块及超/低配比例



资料来源: Wind, 华创证券

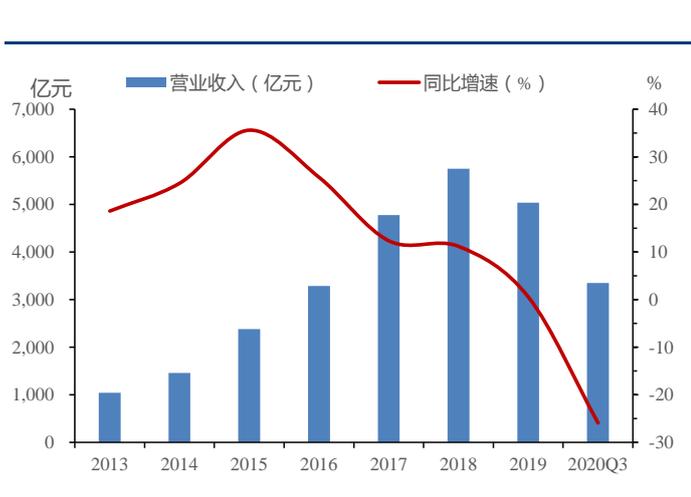
图表 7 2020Q3 子板块及超/低配比例



资料来源: Wind, 华创证券

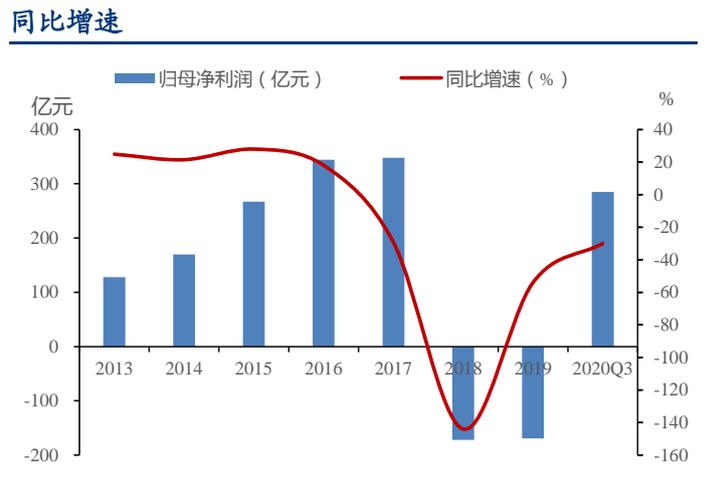
传媒板块整体 20Q1-Q3 营收下降 25.9%，净利润下滑 30.0%，板块分化明显。从传媒上市公司整体营收规模来看，2020 年 Q1-Q3 传媒行业上市公司整体累计实现营业收入 3350.22 亿元，同比下降 25.9%，净利润为 284.78 亿元，同比下降 30.0%。出版板块 20Q1-Q3 净利润增速-0.5%，游戏板块 20Q1-Q3 净利润增速 46.5%，影视板块 20Q1-Q3 净利润同比-341.9%，营销板块 20Q1-Q3 净利润增速 25.08%。

图表 8 2013-2020Q3 传媒行业营收(亿元)及同比增速



资料来源: Wind, 华创证券

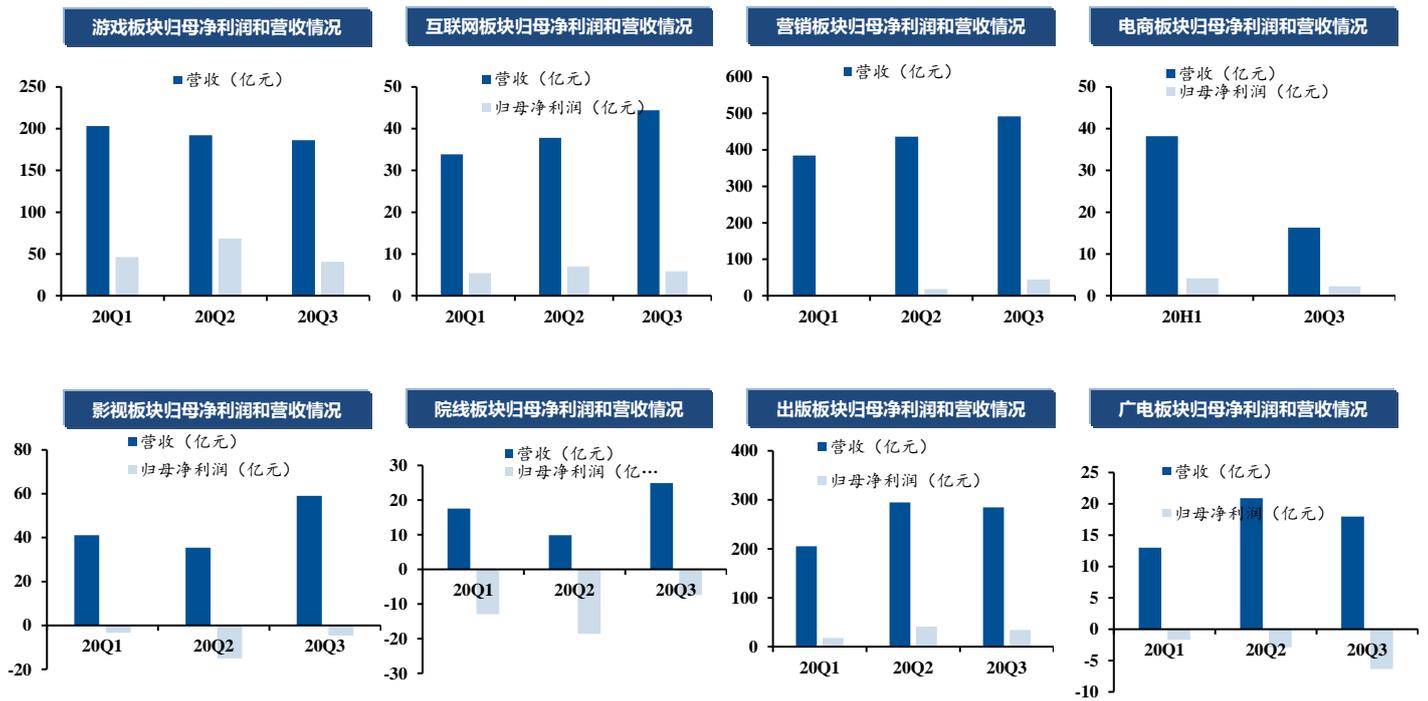
图表 9 2013-2020Q3 传媒行业归母净利润(亿元)及同比增速



资料来源: Wind, 华创证券

20Q1-Q3 营收净利润双下滑，板块分化明显。现金流情况改善明显，经营活动现金流净额与收入较为匹配。传媒行业经营活动现金流净额营业收入比从 13Q4 的 10.6% 下滑到 17Q4 的 2.7%，近几年不断好转，18 年开始出现边际改善，19Q4 达到 5.8%，20Q3 迅速上升到 9.2%，已经接近 13 年的水平，目前经营活动现金流净额与利润较为匹配。2020 年 Q1-Q3 受疫情冲击影响，经营活动现金流净额同比增速放缓至 17.7%。

图表 10 2020 前三季度传媒互联网各细分板块营收和利润情况



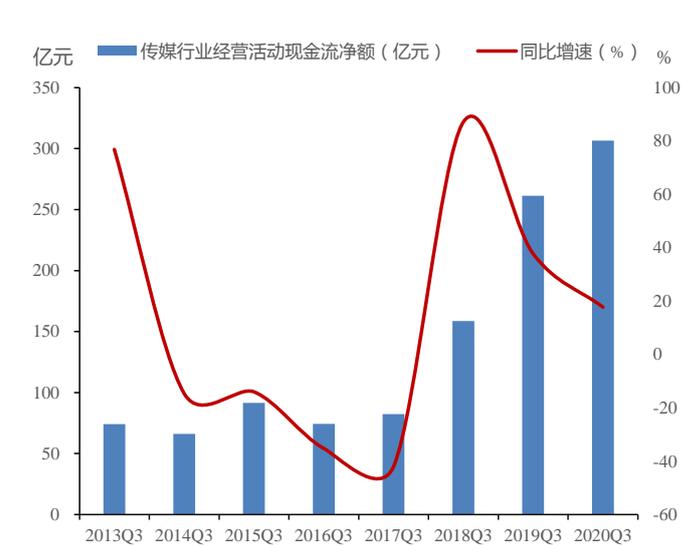
资料来源: Wind, 华创证券

图表 11 2013-2020Q3 传媒行业经营活动现金流净额营业收入比 (%)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 12 2013-2020Q3 传媒行业经营活动现金流金额 (亿元) 及同比增速



资料来源: Wind, 华创证券

商誉风险整体可控, 处于较稳定态势。传媒板块商誉 12-15 年不断攀升, 商誉所有者权益比从 2012 年 Q4 的 2% 上升到 2015 年的 21%。但是随着 18 年传媒公司大幅进行商誉

减值，整体商誉风险水平可控，商誉所有者权益比较为稳定，2020Q3 为 17.3%，行业并购情况较为理性，商誉风险可控。

图表 13 传媒行业商誉所有者权益比



资料来源：Wind，华创证券

二、顺周期：需求持续恢复，把握行业 β 属性

后疫情时代，传媒板块中顺周期行业需求持续复苏，同时梯媒、电影等行业在疫情期间实现了一定程度的行业出清，竞争格局进一步优化。经济复苏+业绩低基数+竞争格局优化，行业景气向上逻辑通顺。持续推荐与经济高度相关弹性最大的广告行业，另外建议关注电影内容和院线板块。

（一）广告营销：公域流量看平台，私域流量看服务商

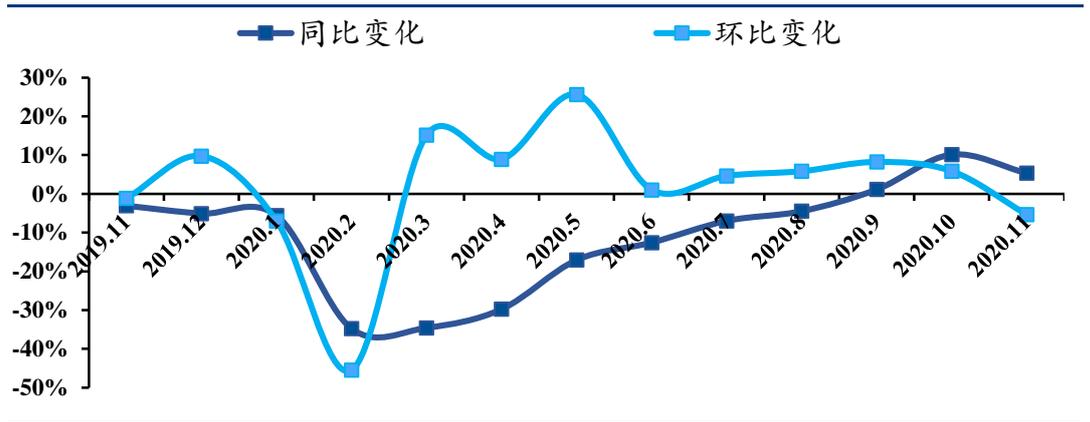
行业复盘：2020 年营销板块个股表现分化较大。全年收益最好的三只标的分别是三人行（+106.1%；新股上市同时业绩高增长）、省广集团（+55.1%；字节跳动相关标的）、分众传媒（+55.1%；疫情后广告行业恢复，同时业绩持续改善）。

展望 2021 全年，我们认为广告营销板块伴随经济的持续复苏业绩将持续改善，且广告相比传媒的其他细分板块在经济修复周期业绩恢复的弹性最大，判断 2021 年广告作为顺周期行业仍有“右侧”投资机会，具体来看：公域流量推荐下游平台，私域流量推荐中游的营销服务商。

1、广告市场：梯媒恢复，电商和短视频广告韧性强

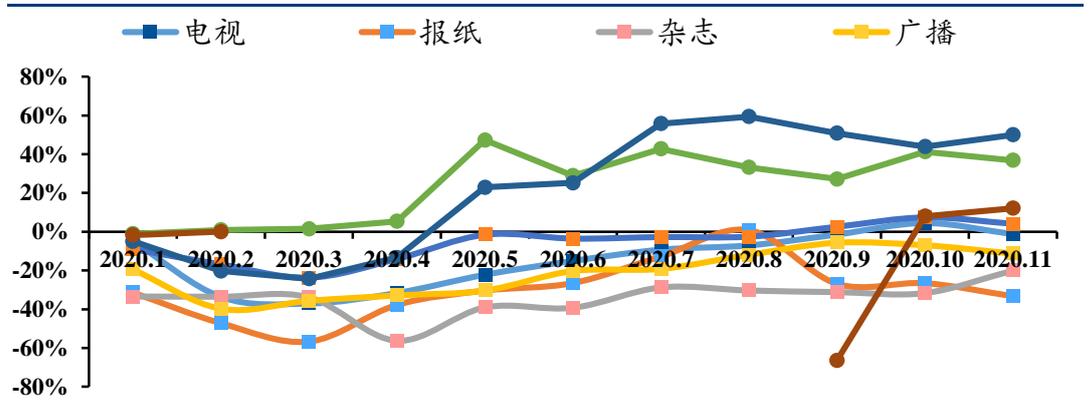
广告市场 3 月后逐月改善，Q3 已恢复同比增长。广告行业具备顺周期属性，与 GDP 相关度及高，是经济的晴雨表。根据 CTR 数据，受疫情影响，2020 年初广告行业同比增速出现较大幅度下滑。而自 3 月份以来，广告市场开始逐月改善，其中梯媒市场在所有传统广告媒体中率先恢复，自 5 月份以来逐月广告刊例价均保持同比 20% 以上增长。其中 9~11 月 TOP10 投放品牌中半数以上为新增品牌，以新消费和互联网品牌最为集中。

图表 14 广告大盘刊例同比变化



资料来源:CTR, 华创证券

图表 15 分渠道广告刊例同比变化



资料来源:CTR, 华创证券

图表 16 2020 年 9-11 月电梯海报/视频投放品牌 TOP10 一览

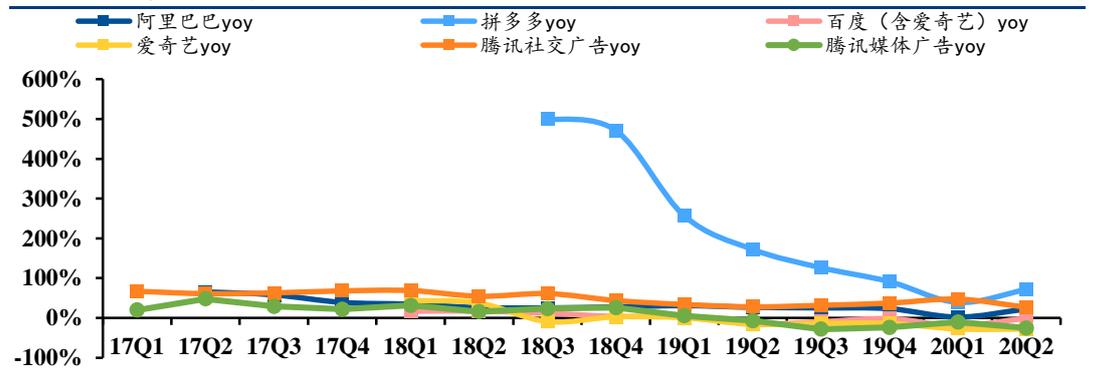
项目	电梯海报			9 月			10 月			11 月			电梯视频		
	排序	品牌	同比	品牌	同比	品牌	同比	品牌	同比	品牌	同比	品牌	同比	品牌	同比
刊例花费品牌 TOP10	1	斑马 AI 课	New	苏宁	304.3%	苏宁	193.8%	1	斑马 AI 课	New	瓜子二手车直卖	-18%	京东金融	New	
	2	58 到家	New	学而思	New	大麦	New	2	京东金融	New	南极	New	妙可蓝多	New	
	3	君乐宝	71.7%	大麦	>1000%	小仙炖	728.1%	3	天鹅到家	New	唱吧	New	铂爵旅拍	>1000%	
	4	学而思	33.6%	天猫	-36.7%	天猫	9.2%	4	九牧王	New	妙可蓝多	New	作业帮	New	
	5	大麦	New	58 到家	>1000%	京东商城	17%	5	元气森林	New	学而思	New	京东商城	3.3%	
	6	题拍拍	New	波司登	10.3%	波司登	-22.1%	6	唱吧	New	天猫	14.1%	火花思维	New	
	7	小仙炖	748.7%	威马	New	火花思维	New	7	小仙炖	New	原始传奇	New	天猫	39.3%	
	8	比亚迪	>1000%	支付宝	>1000%	君乐宝	117%	8	君乐宝	512.06%	京东商城	180.2%	LIFE	New	

													SPACE	
9	斑布	New	君乐宝	29.3%	朗迪	New	9	布鲁可	New	IBABY	New	麦吉丽	New	
10	小鹏	9.1%	云南白药	>1000%	支付宝	New	10	安居客	New	君乐宝	>1000%	苏宁易购	108.7%	

资料来源: CTR, 华创证券

广告主在宏观经济下滑、消费需求恶化的情况下,对于广告投放 ROI 要求更高,对于广告投放的价格敏感性更高,因此效果广告表现好于品牌广告(受影响更大)。电商/O2O 平台(如阿里、京东、美团等)、流量聚集型社交类平台(如微信、微博等)的广告业务增速更具韧性,整体抗周期性较强;而视频平台(爱奇艺、腾讯视频等)广告业务增速下滑较快。

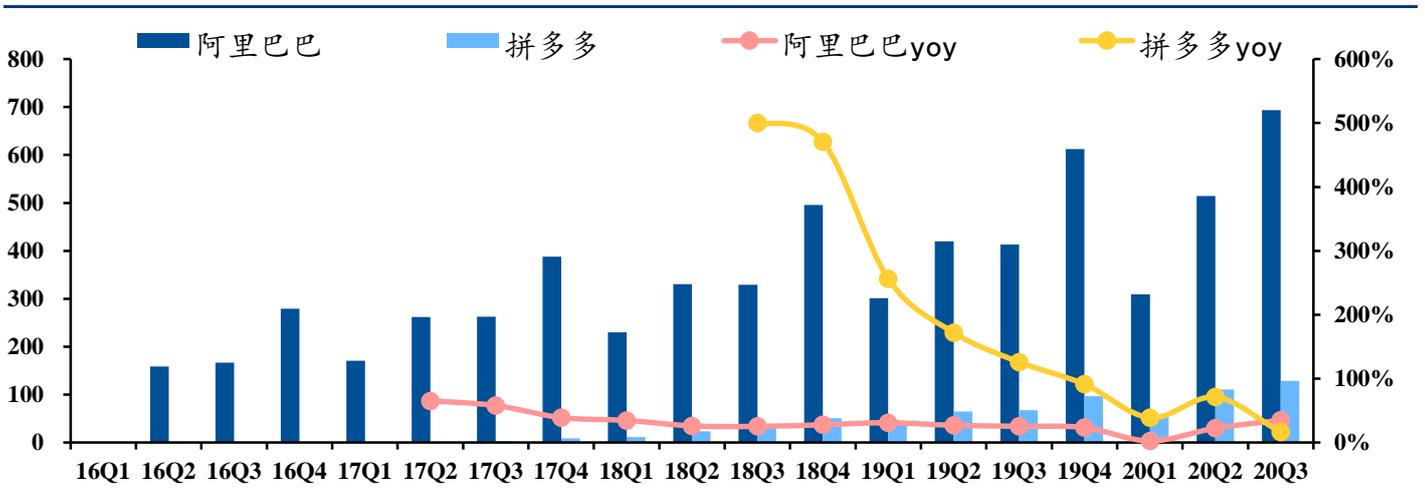
图表 17 中国主要广告公司广告业务同比增速情况



资料来源:公司公告, 华创证券

与消费交易场景更近的平台,如电商/O2O,由于广告效果与交易或点击行为直接挂钩,该平台的广告主投放的粘性更强,电商/O2O 记录了用户的搜索/消费倾向,精准营销以促成消费的效果更好,因此更受广告主青睐。在经济下滑的情况下,电商类广告影响有限。

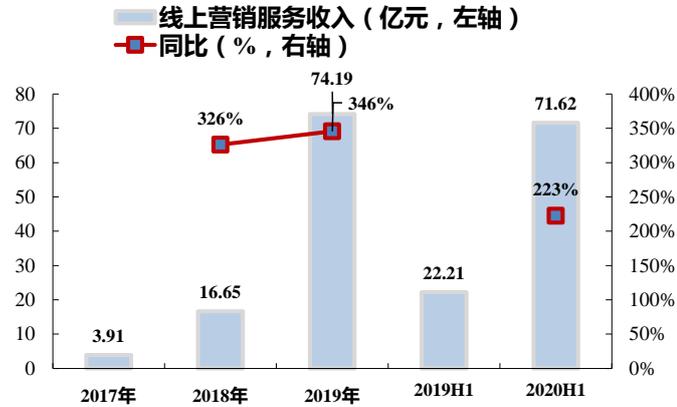
图表 18 阿里与拼多多(广告业务)营收及增速情况



资料来源:公司公告, 华创证券

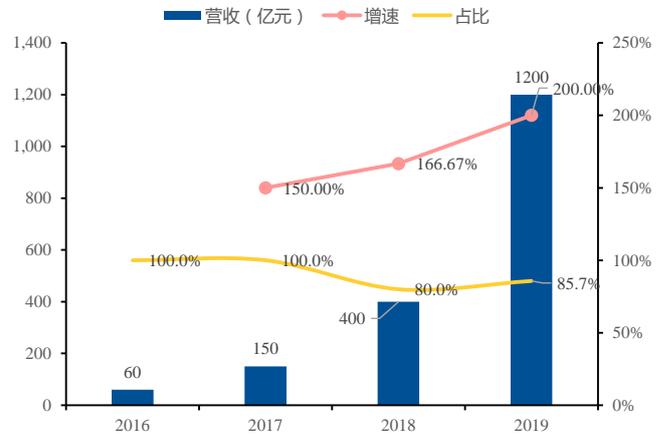
移动短视频/直播等广告平台已经成为社会化媒体营销中最受认可的方式之一。一方面，平台 UGC 的原创能力较强，眼球份额及用户流量较为聚集；另一方面，例如抖音等平台 PUGC 的内容生产能力较强，话题制造能力较强，对于广告主和 KOL 营销的吸引力更强。

图表 19 2017 年~2020H1 快手广告业务收入增速



资料来源：36 氪，恒大研究院，公开资料整理，华创证券 注：区间值均取下限制数据作图

图表 20 2016-2019 年字节跳动广告营收

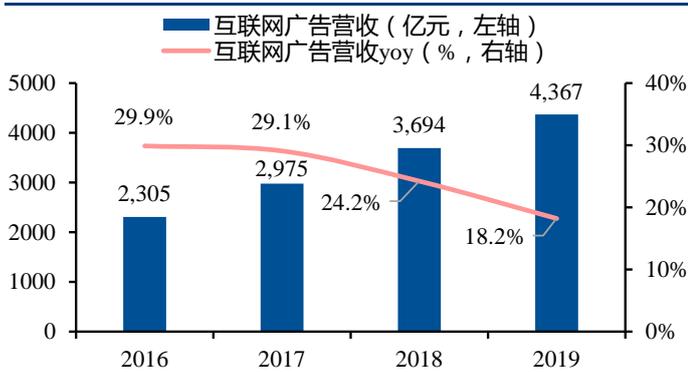


资料来源：36 氪，恒大研究院，公开资料整理，华创证券 注：区间值均取下限制数据作图

服务商：流量结构改变给营销行业带来新增量。一方面，过去几年中心化营销投放方式的流量成本日益攀高（最典型的比如淘宝的小商家开店的流量成本显著攀高），这为短视频和 KOL 营销方式提供了新的机遇。另一方面，诸如抖音、快手、B 站这类平台迎来了流量和内容的爆发，为短视频营销和网红营销等新的营销方式提供了充足而且廉价的流量资源。

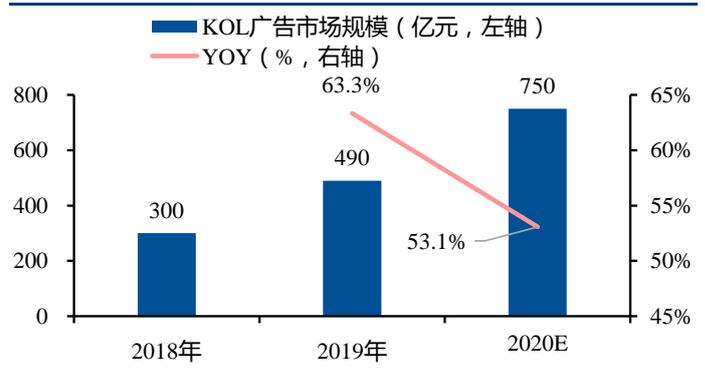
看现状：KOL 及短视频营销维持高增长。1) 18 年 Q3 以来全行业广告投放刊例持续下滑。全行业广告投放刊例自 18 年开始增速逐渐放缓，并于第三季度增速变为负值，且一直延续至 2020 年。2) KOL 营销在广告大盘“遇冷”背景下维持高增。2019 年 KOL 投放市场规模 490 亿，同比+63%，增速超过 2019 年整体互联网广告行业 18.2% 的增速（包含电商渠道），亦远超广告大盘增速。预计 2020 年 KOL 广告投放市场继续维持高增，同比+53% 至 750 亿以上。根据字节跳动最新数据，2019 年公司营收超 170 亿美元，净利超 30 亿美元，营收额超过 2018 年总营收 2 倍以上，作为以广告收入为主业的公司，营收和利润表现远好于广告整体行业。

图表 21 2016~2019 年互联网广告市场营收规模及同比变化



资料来源：CTR，中关村互动营销实验室，克劳锐，华创证券

图表 22 KOL 广告市场规模



资料来源：CTR，中关村互动营销实验室，克劳锐，华创证券

2、如何布局：首推公域流量平台，私域流量看红人经济服务商

我们认为私域流量所带来的新营销增量为 A 股营销行业带来的投资机会主要聚焦于 **KOL 营销代理商**。KOL 营销为行业新增量，这些年涌现出一批新的营销代理商公司，典型如天下秀（十年深耕成就网红营销龙头），元隆雅图（子公司谦玛网络主要聚焦网红营销代理）。

图表 23 营销行业产业链一览

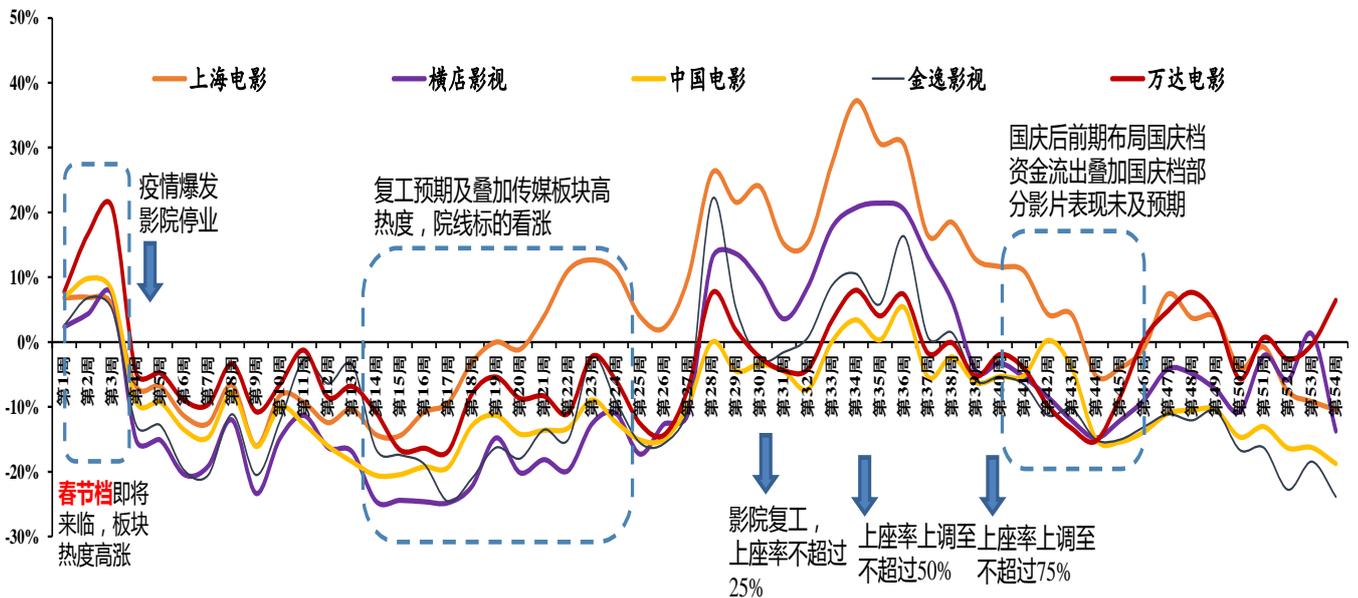
	品牌主	营销服务商	对接方	广告形式	服务商价值	物料
传统数字营销	互联网公司：天猫 Tmall.com, 拼多多, 京东 JD.com, 阿里巴巴集团 食品饮料：伊利, 中粮 COFCO, 蒙牛, 可口可乐 Coca-Cola, 百事可乐	蓝色光标 BlueFocus 华扬联众 huyink 利欧集团 LEO	腾讯 广点通 百度 百度 字节 巨量引擎	信息流广告 开屏广告 贴片广告	由于下游平台广告投放系统完善、投放形式标准化，且平台（如腾讯、百度）强势，广告代理商更像连接平台和广告主的通道	广告代理商根据品牌主要求提供文案、图片（大图、小图、图组、动图）、H5落地页等给对接方
新媒体营销	化妆品：L'ORÉAL, P&G 奢侈品：周大福, CHANEL 金融：招商银行, 中国平安 PINGAN	天下秀 IIMS 谦玛网络 谦玛互动	MCN机构 ↔ KOL 大禹文化 大禹 遥望网络 YOWANT	短视频广告 直播推广	下游MCN公司和KOL分散，服务商中介价值更为凸显，且可基于KOL投放提供更丰富的全案服务	KOL营销需要广告代理公司对各方，据不同案例设计有针对性的物料。如19年谦玛为3CE设计的小红书综合营销案例中，需对接小红书平台、品牌账号、KOL等
代运营公司	电子产品：SAMSUNG, Canon, lenovo vivo, OPPO 汽车：一汽马自达, Audi, Lexus	壹网壹创 上信电商 SUNE 丽人丽妆 丽人网络	电商平台：天猫 Tmall.com, 唯品会 vip.com, 拼多多, 京东 JD.com	店铺代运营、创意策划	可提供的价值多样：如行业龙头宝尊电商更聚焦供应链管理和服务；壹网壹创更注重创意设计、产品设计等	

资料来源：华创证券整理

(二) 电影产业链：基本面筑底，低基数下有望迎来高成长

行业复盘：2020 年至今院线板块标的受公共卫生事件影响表现弱于传媒指数，复盘全年行业主要经历以下几个关键节点：①春节档期前板块股价上涨幅度较大，1 月 24 日后随着公共卫生事件影响影院停工，板块整体深度回调。②五一档期前线下影院复工预期持续，叠加传媒板块高景气度导致个股上涨，但随着六月中旬北京疫情出现反复又有回调。③7 月 20 日影院明确复工，板块迎来整体大涨，上座率上限为 25%，随后上座率逐渐上调，《八佰》等优质影片上映，影院行业持续回暖。④国庆档后板块再度回调，主因国庆档前部分布局资金获利流出。⑤国外疫苗进展的加速有望扩大海外片供给，从而带动国内电影票房总供给的增加，利好行业恢复，相应的股价有所反弹。

图表 24 2020 年初至今主要院线公司的股价涨跌幅 (%)



资料来源: Wind, 华创证券整理

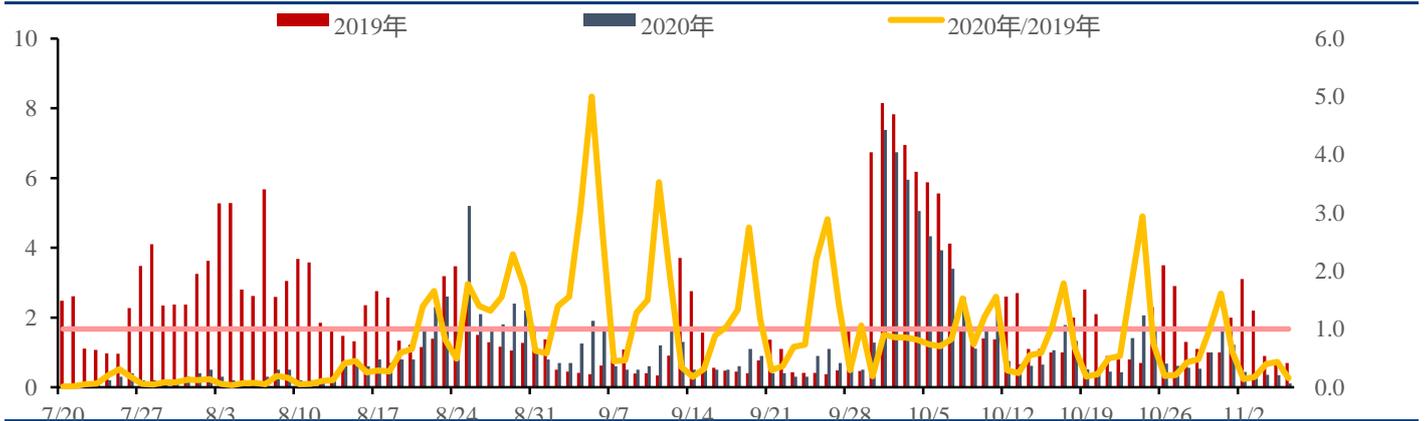
展望 2021 年, 预计影院行业 2021 年迎来单银幕产出拐点。对于**电影票房**: 从目前线下影院恢复情况看, 预计 2021 年票房相比 2019 年的恢复程度在 80%~100% , 未来电影市场表现优劣的核心在于有无充足的优质影片供给。对于**银幕增速**: 疫情导致供给端银幕增速大幅下滑, 根据灯塔数据, 截至 2021 年 1 月 8 日全国银幕数已降至 66767 块, 相比 2020 年已下滑 8% , 我们预计 2020 年~2021 年银幕数增长在 -10%~0% 之间。对于**行业格局**: 根据艺恩数据, 疫情之后 TOP3 影投万达、大地、横店市占率均有提升, 其中万达影投市占率提升 2.0% 至 15.3% , 我们认为中长期电影市场恢复及银幕增速下滑料将驱动单银幕产出在 2021 年迎来拐点, 而疫情后头部影投公司市占率有望提升, 将进一步利好头部影投公司。

1、电影产业: 复工后持续恢复

2020 年总结: 电影市场年初受 2020 年初公共卫生事件影响, 自 2020 年 1 月 24 日暂停营业, 自 7 月 20 日正式复工 (上座率限制在 30%) ; 8 月 14 日起, 影院上座率上调至 50% ; 9 月 25 日起, 影院上座率进一步上调至 75%。最终全国电影票房 202 亿收官。

复工情况: 国庆档首日影院恢复率已达 90% , 2021 年影院恢复核心在优质影片供给。回顾 7 月 20 日复工以来的电影票房市场, 两次上座率的上调及几部优质影片的上映是提振电影市场的关键。从 2020 年国庆档至今电影票房表现估算, 我们认为 2021 年电影市场的恢复率有望达到 2019 年的 80%~100% , 未来电影市场表现优劣的核心在于有无充足的优质影片供给。

图表 25 2020 年复工后票房 (亿元) 与 2019 年同期对比



资料来源: 艺恩, 华创证券

2、如何布局: 基本面筑底, 低基数下有望迎来高增长, 内容弹性大于院线

复工至今: 头部影投公司市占率有所提升, 重磅影片对票房贡献度不容忽视。自 7 月 20 日影院复工以来 (截至 12 月 31 日), 期间累计实现票房合计 180 亿: 从影投公司市占率来看, 排名前三的影投公司分别为万达电影、大地影院、横店院线, 市占率分别为 15.3%、5.2%、4.0%, 相比 2019 年分别提升 2.0%、-0.3%、0.4%; 从票房结构看: 复工之后排名 TOP5 的电影分别为《八佰》、《我和我的家乡》、《姜子牙》、《夺冠》、《金刚川》。

图表 26 五部影片贡献票房占期间总票房比例达 68.4%。

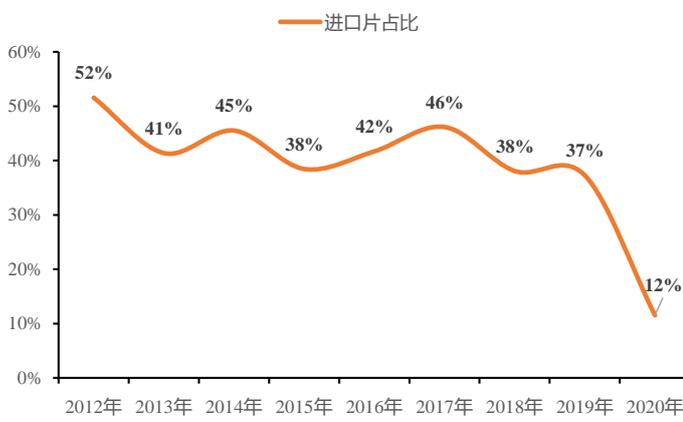
2020 年复工后			2019 年			20 年复工后 TOP10 影片			
影投	票房 (亿元)	票房占比	影投	票房 (万元)	票房占比	片名	票房 (万元)	上座率	票房占比
万达电影	27.479	15.3%	万达电影	85.295	13.3%	八佰	309415.2	14.40%	18.00%
大地影院	9.386	5.2%	大地影院	35.55	5.5%	我和我的家乡	282451.2	14.20%	16.40%
横店影视	7.159	4.0%	横店院线	23.17	3.6%	姜子牙	159987.7	16.70%	9.30%
CGV 影投	5.577	3.1%	CGV 影投	19.04	3.0%	金刚川	112267.1	5.90%	6.50%
中影影投	4.543	2.5%	中影影投	18.22	2.8%	夺冠	83433.6	9.30%	4.80%
金逸影视	4.246	2.4%	金逸影视	17.59	2.7%	除暴	53755.2	6.00%	3.10%
博纳影投	3.099	1.7%	博纳影投	10.54	1.6%	我在时间尽头等你	50154.4	14.90%	2.90%
百老汇	2.84	1.6%	香港百老汇	10.12	1.6%	信条	45507.3	7.50%	2.60%
UME	2.494	1.4%	耀莱影业	9.899	1.5%	紧急救援	41850.1	8.70%	2.40%

2020 年复工后			2019 年			20 年复工后 TOP10 影片			
上海星轶	2,399	1.3%	太平洋影管	9,435	1.5%	拆弹专家 2	41753.3	14.40%	2.40%

资料来源：艺恩，华创证券

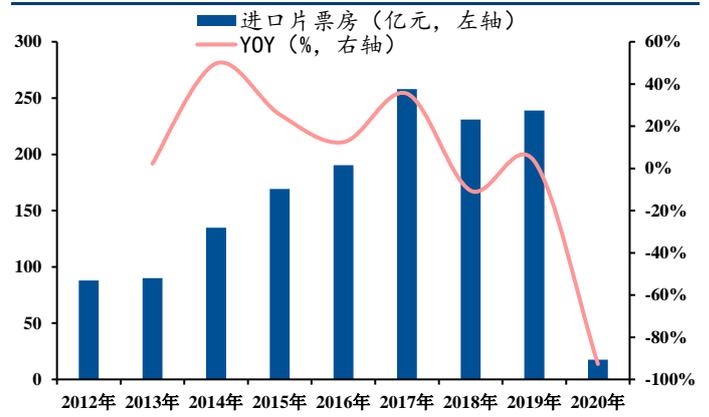
看供给：海外优质影片缺失为国产电影带来机会。从历史占比看，进口片票房占全国总票房比例维持在 40%~50% 之间，近年来由于优质国产影片的崛起，进口片占比逐渐降低，但比重仍在 35% 以上。2020 年受疫情影响，部分优质海外影片全球延期上映。截至 20 年 12 月 31 日，进口片票房占全国票房比例仅在 12% 左右。**我们认为未来国内影院市场恢复进展的关键已不是影院上座率等的限制，而在于优质影片的供给。**海外优质影片缺失为国产电影带来机会。

图表 27 2012 年~2020 年进口片占比变化



资料来源：艺恩，华创证券

图表 28 2012 年~2020 年进口片票房及同比变化



资料来源：艺恩，华创证券

图表 29 2021 年春节档影片一览

电影名	预计上映时间	类型	主要演职人员	出品方
唐人街探案 3	2021/2/12	喜剧、悬疑	导演:陈思成 主演:王宝强、刘昊然	万达影视、北京壹同、中国电影
侍神令	2021/2/12	奇幻	导演:李蔚然 主演:陈坤、周迅、陈伟霆	工夫影业、网易影业、华谊兄弟等
紧急救援	2021/2/12	灾难、动作	导演:林超贤 主演:彭于晏、王彦霖、辛芷蕾	英皇影业、腾讯影业、博纳影视、猫眼等
熊出没 狂野大陆	2021/2/12	喜剧、科幻、动画	导演:丁亮、邵和麟 主演:张秉君、谭笑、张伟	华强方特、横店影业、乐创影业、联瑞影业、猫眼
刺杀小说家	2021/2/12	奇幻、动作、冒险	导演:路阳 主演:雷佳音、杨幂、董子健	华策影业、自由酷鲸、阿里影业、聚合影联
新神榜:哪吒重生	2021/2/12	动作、奇幻、动画	导演:赵霁 主演:杨天翔、张赫、宣晓鸣	追光动画、阿里影业、博纳文化、哔哩哔哩影业
你好，李焕英	2021/2/12	喜剧、剧情	导演:贾玲 主演:贾玲、沈腾、陈赫	北京文化、北京大碗娱乐文化、新丽传媒
人潮汹涌	2021/2/12	剧情、喜剧、犯罪	导演:饶晓志 主演:刘德华、肖央、万茜	艺言堂影视、英皇影业、光线影业、一怡以艺文化
封神三部曲	待定	战争、奇幻	导演:乌尔善 主演:黄渤、费翔、李雪健	北京文化、世纪长生天影业、腾讯影业

电影名	预计上映时间	类型	主要演职人员	出品方
				等
兰心大剧院	待定	剧情、动作	导演:娄烨 主演:巩俐、赵又廷、小田切让	千易时代文化、依英影视、佰安影业等
李娜	待定	剧情、运动、传记	导演:陈可辛 主演:胡歌、文森特·卡索、张欣儿	嘉映影业

资料来源: 艺恩, 华创证券

中长期: 预计影院行业 2021 年迎来单银幕产出拐点。对于电影票房: 从目前线下影院恢复情况看, 预计 2021 年票房相比 2019 年的恢复程度在 80%~100% , 未来电影市场表现优劣的核心在于有无充足的优质影片供给。对于银幕增速: 疫情导致供给端银幕增速大幅下滑, 根据灯塔数据, 截至 2021 年 1 月 8 日全国银幕数已降至 66767 块, 相比 2020 年已下滑 8% , 我们预计 2020 年~2021 年银幕数增长在-10%~0%之间。对于行业格局: 根据艺恩数据, 疫情之后 TOP3 影投万达、大地、横店市占率均有提升, 其中万达影投市占率提升 2.0%至 15.3% , 我们认为中长期电影市场恢复及银幕增速下滑料将驱动单银幕产出在 2021 年迎来拐点, 而疫情之后头部影投公司市占率有望提升, 将进一步利好万达电影、横店影视等公司。

三、“逆”周期: 格局演变孕育新机, 自下而上掘金龙头

视频和游戏这些受益于疫情带来的线上娱乐渗透率提升的行业如今正迎来行业格局的又一次演变, 行业内优质公司有望得益于流量格局演变带来的行业机会。我们建议自下而上优选个股, 建议关注超跌后游戏板块左侧机会和视频板块龙头个股。

游戏: 行业一季度景气度预计同比将可能出现小幅下滑, 但我们预计 21 年全年中国手游市场规模仍将保持 10%增长。随着 21 年各重点手游的陆续上线, 行业将迎来强产品周期。同时, 随着渠道泛化和人们对于游戏品质要求的不断增加, 内容话语权将进一步提升。

视频: 1) **长视频:** 格局改善叠加提价周期, 预计行业迎来 β 行情。2) **短视频:** 流量高增红利期, 龙头有望接连上市。3) **中视频:** 用户渗透率仍低, 行业增长空间可期。

(一) 游戏: 行业迎来强产品周期, “内容”为王时代加速到来

后疫情时代下的市场: 1) 疫情影响逐步褪去后移动游戏规模与用户规模仍保持在较高水平, 20Q3、Q4 已经环比恢复增长; 2) 版号供给仍在低位, 苹果逐步规范版号, 市场加速出清。总体看, 当前市场头部流水仍是以上市公司为主, 头部效应仍在持续。从海外市场看, 游戏玩家活跃寿命长, 我国玩家年龄结构相对年轻且仍有一定的增长空间; 日本游戏市场曾在经济与人口压力下持续增长, 技术红利与优质供给推动市场逆势成长。

渠道与买量的变化: 渠道竞争将进一步加剧, 有助于优质研发商话语权和议价能力的提升。大厂已占据买量市场主导地位, 中小厂商由于成本的上升进一步出清。买量价格有望由于游戏大作产品周期和电商买量高峰的褪去将有所回落。长期看随着买量成为行业标配, 需求端不断的增长, 且 MMORPG、SLG 等细分品类的用户已经经过多轮买量投放洗礼, 新付费用户将更难触达, 买量价格仍然将保持增长, 但小厂商的出清和投放策略的进化有望放缓价格增速。

内容的变化: 高品质游戏内容的需求与供给不断提升; 以《原神》为例, 部分研发商推

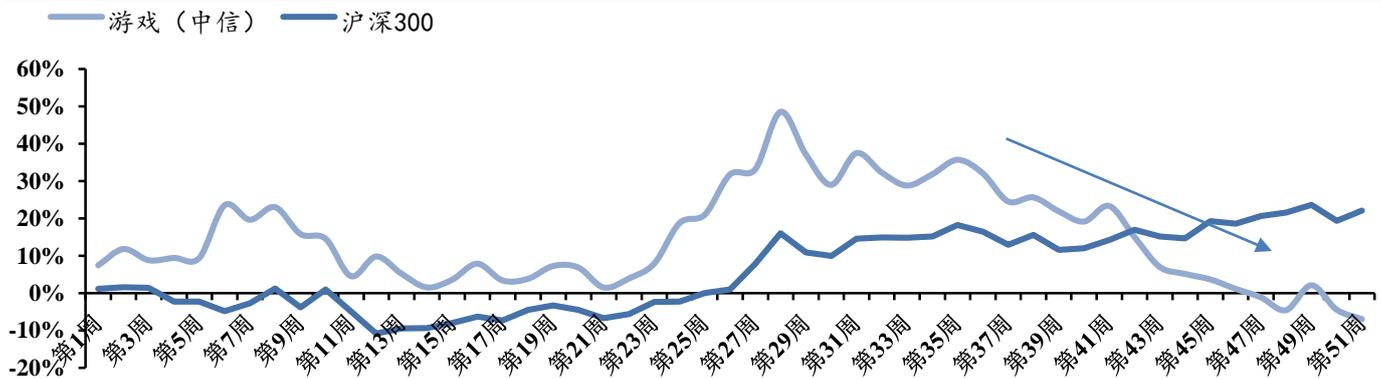
出融合主机/端游玩法的高品质手游降维打击市场。但其通常有远高于一般手游研发投入门槛与设计门槛。预计只有拥有高研发能力+顶级游戏设计能力+充裕研发资金的公司有望进入新品类市场。

云游戏的落地：边缘服务器与 5G 建设推进，条件初步成熟；大屏云游戏与云试玩有望率先进入市场，降低优质内容门槛并提高用户转化率。

1、板块复盘：大盘加速扩容，高基数下 21 年仍有望保持增长

行业复盘：2020 年至今游戏板块主要标的受疫情影响波动较大。年初人们宅家抵御疫情，春节期间游戏流水大爆发，游戏板块涨幅明显高于沪深 300。逐步复工后游戏板块有所回落，但人们减少出门，娱乐需求线下转线上，宅经济崛起。市场逐步认知宅经济红利，上半年移动游戏市场同比高增 36%，游戏板块涨幅大于沪深 300 指数。8 月后市场担忧宅经济红利消退与买量成本上升，游戏行业大幅回落。但目前来看，移动游戏行业销售收入 2020 年同比增速达到 32.61%，Q4 在优质供给的刺激下环比增长；同时用户渗透率高于往年，整体盘子明显增长。

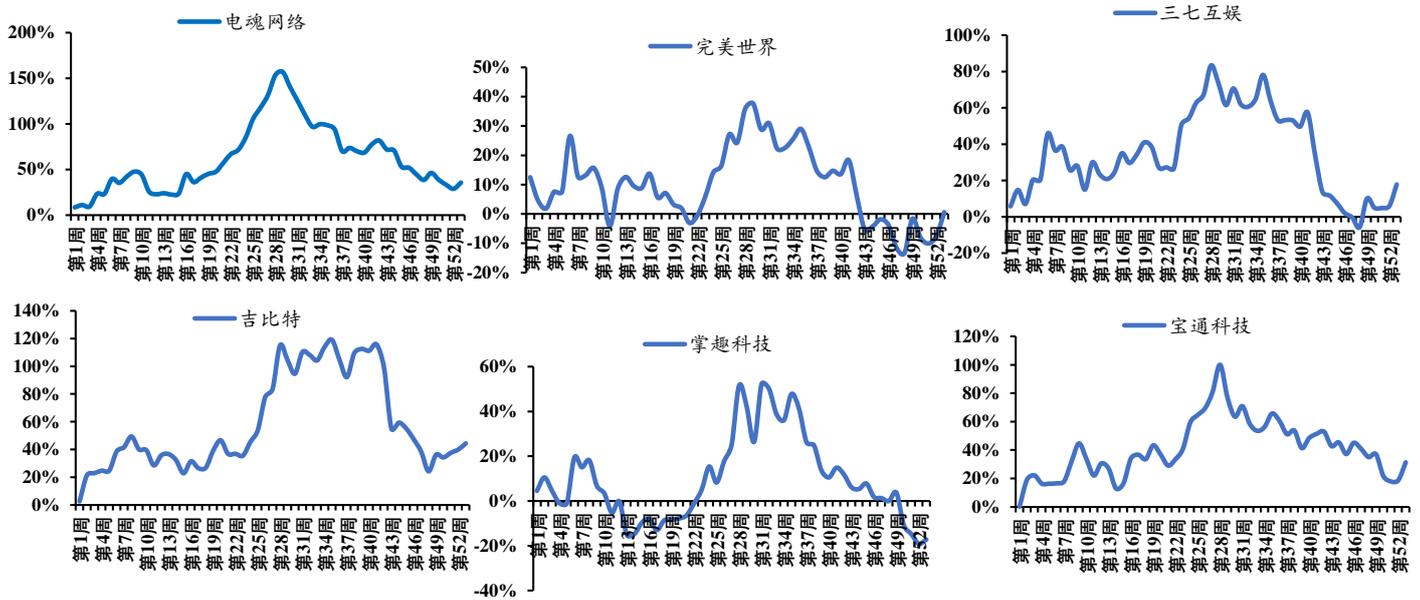
图表 30 2020 年初至今游戏（中信）指数与沪深 300 指数涨跌幅（%）（截至 2020 年 12 月 23 日）



资料来源：Wind，华创证券

个股复盘：主要上市公司中电魂网络最高涨幅约 150%，吉比特与宝通科技最高涨幅过 100%，其余主要上市公司涨幅约有 50%；但当前大部分个股有较大回落，近期略有反弹。

图表 31 主要游戏公司 20 年涨跌幅 (%) (截至 2020 年 12 月 31 日)

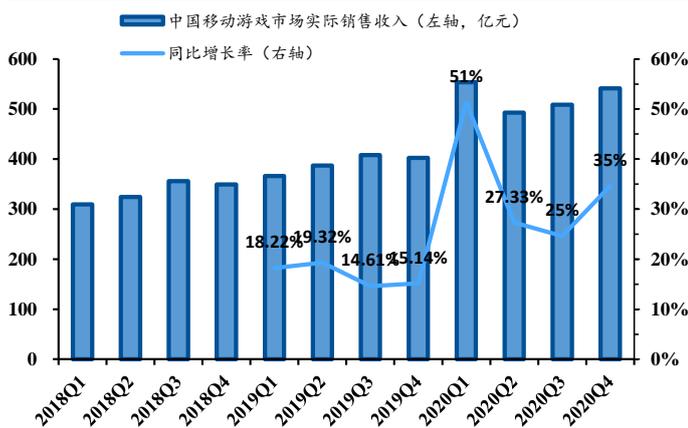


资料来源: Wind, 华创证券

市场变化复盘: 大盘扩容, 出海高增。1) 从国内看: 2020 年中国移动游戏市场持续扩容; 2020 全年实际销售收入达到 2096.76 亿元 (yoy+32.61%); Q4 实际销售收入达到 541 亿元 (yoy+35%, qoq+6.5%); 疫情影响褪去后, 整体大盘相对 2019 仍有较为明显扩容。

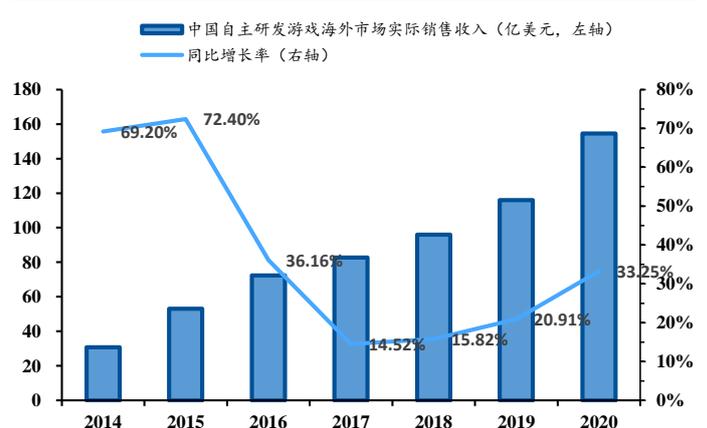
2) 从出海看: 2020 年 H1 中国自主研发游戏海外市场实际销售收入达到 75.89 亿美元, 同比高增 36.32%, 高于同期国内市场增幅; 海外疫情仍在持续, 出海游戏收入有望继续高增。

图表 32 中国移动游戏市场实际销售收入



资料来源: 伽马数据, 华创证券

图表 33 中国自主研发游戏海外市场实际销售收入



资料来源: 伽马数据, 华创证券

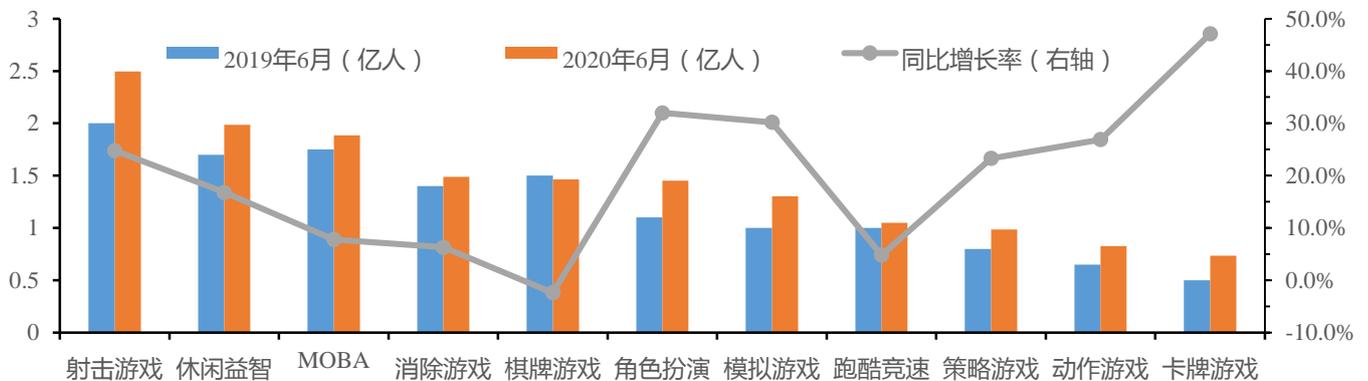
用户数复盘: 2020 年 2 月至 5 月, 移动游戏活跃用户渗透率皆高于去年同期, 总用户数有所增长; 2020H1 大部分品类的活跃用户都有较为明显的增长, 用户盘子最大的为射击游戏 (yoy+24.8%) 休闲益智游戏 (yoy+16.8%) 与 MOBA 类 (yoy+7.8%); 增长最为迅速的卡牌品类同比增长达到 47.1%。

图表 34 移动游戏用户规模与渗透率



资料来源: talkingdata, 华创证券

图表 35 各移动游戏品类用户规模

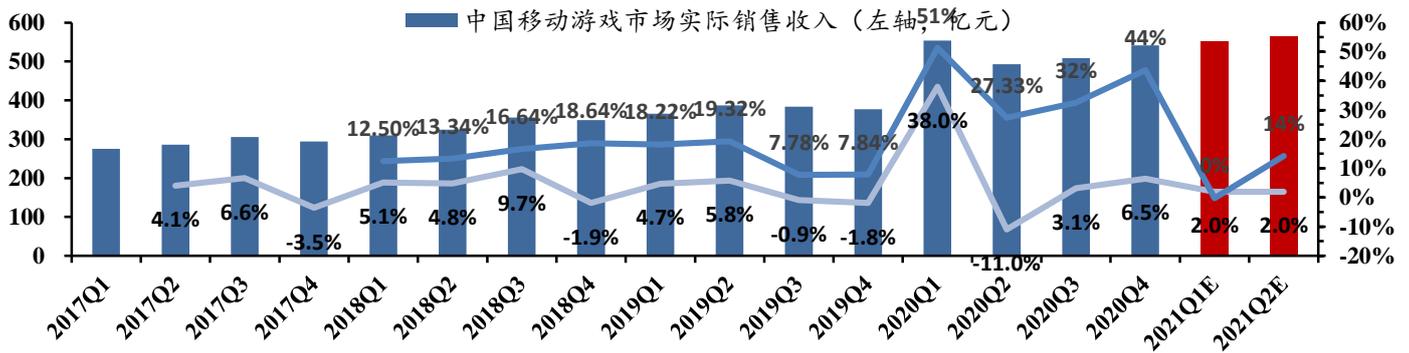


资料来源: talkingdata, 华创证券

市场高基数压力逐步缓解中: 20Q1 由于疫情下市场环比高增约 38%，随着疫情影响逐步褪去，Q2 流水环比下滑 11%；但 20Q3 在暑假缩短的情况下环比增长再次转正；20Q4 也在《原神》、《天涯明月刀》与《万国觉醒》等优质产品的刺激下保持了环比增长，市场基数明显抬升。假设后续两个季度与历史类似，保持 2% 的小幅环比增长，那么 21Q1 同比持平；21Q2 同比增长 14%。同时 21 年的产品供给仍然丰富，《天谕》、《梦幻新诛仙》与《DNF 手游》等重点产品将会上线；**综合来看，我们预计中国移动游戏市场 2021 年同比仍将达到 10% 以上。**

买量市场竞争激烈: 大盘仍然维持高增长，买量渠道更加集中于巨量引擎、腾讯广告、百度信息流这三家头部投放平台。同时中小游戏厂商继续出清，买量主体数量不断减少。20Q3 由于游戏大作密集上线与电商买量高峰期相重叠，导致价格迅速升高。随着买量高峰期的结束，未来价格将有所回落，**但只要利润空间存在，买量成本未来仍然将保持上升的大趋势。**

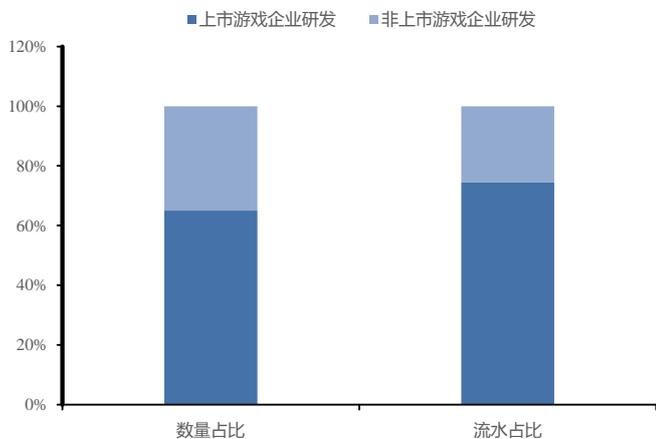
图表 36 中国移动游戏市场销售收入（按季度）



资料来源：伽马数据，华创证券

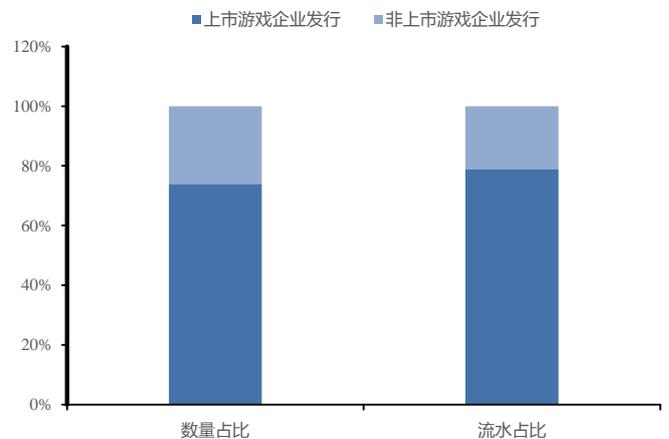
竞争格局：当前市场份额还以上市公司为主。从研发分类来看：2020H1 国内流水 TOP100 移动游戏产品中，上市企业和非上市企业研发的产品数量占比分别为 65%和 35%；流水占比分别为 75%和 25%。从发行分类来看：2020H1 国内流水 TOP100 移动游戏产品中，上市企业和非上市企业发行的产品数量占比分别为 74%和 26%；流水占比分别为 79%和 21%。从国内整体情况来看：上市公司相对非上市公司有较大优势，在发行上优势更为明显。市场不断集中。

图表 37 2020 年 H1 国内流水 TOP100 移动游戏产品情况（按研发）



资料来源：伽马数据，华创证券

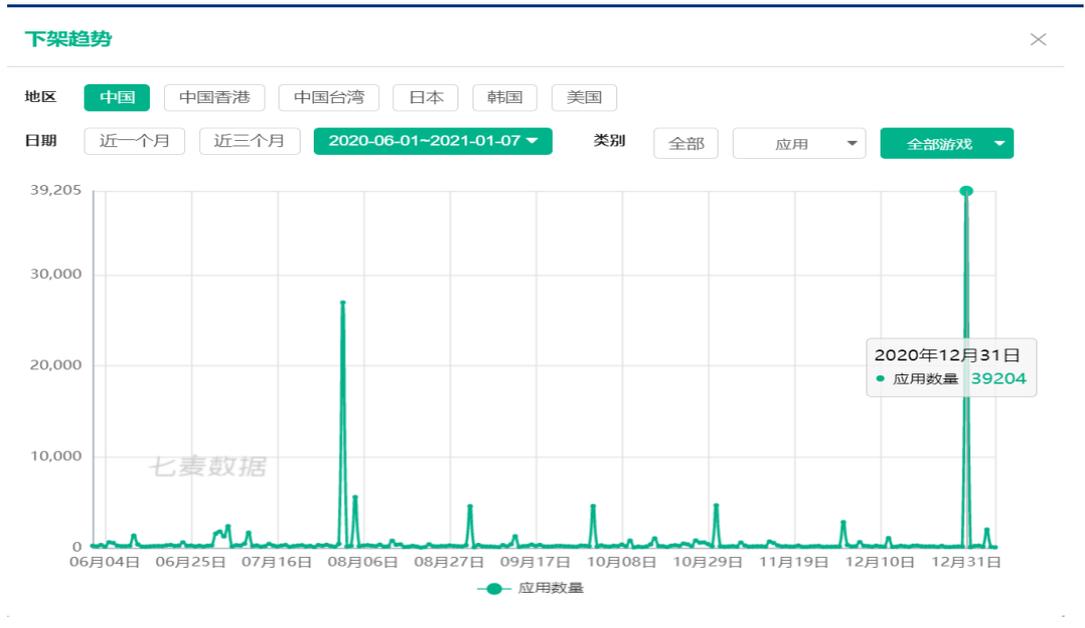
图表 38 2020 年 H1 国内流水 TOP100 移动游戏产品情况（按发行）



资料来源：伽马数据，华创证券

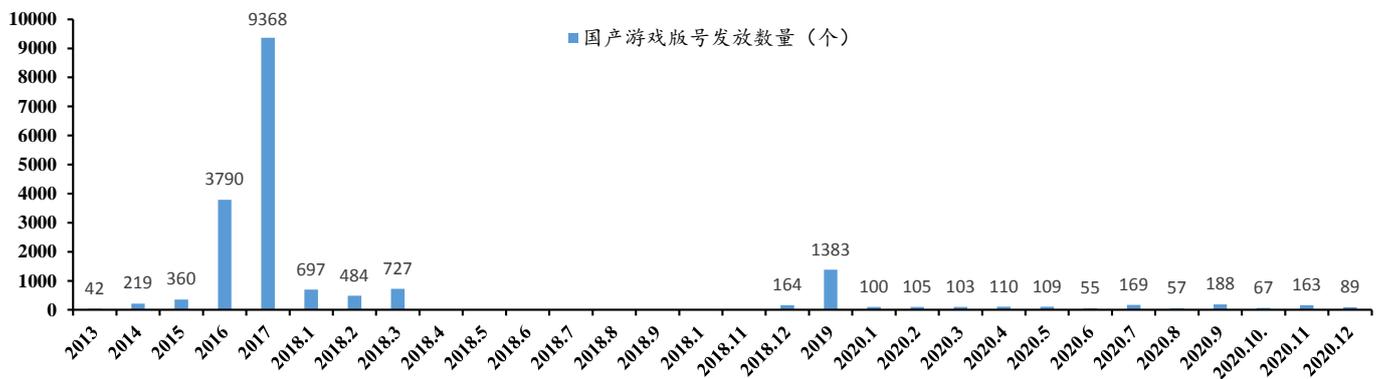
看供给：版本号供给仍在低位：2020 年已下发 1315 个国产游戏版本号，预计全年将与 2019 年持平，整体市场版本号供给持续保持在低位。**IOS 商店开始严查版本号：**2020 年 8 月 1 日苹果商店下架了 26000 余款游戏；之后每月定期都会下架无版本号游戏，其中 9 月 1 日下架 4500 余款、10 月 1 日下架 4600 余款、11 月 1 日下架 4600 余款、12 月 31 日下架 39000 余款，市场持续出清。

图表 39 iOS 游戏下架趋势



资料来源: 七麦数据, 华创证券

图表 40 国产游戏版号数量

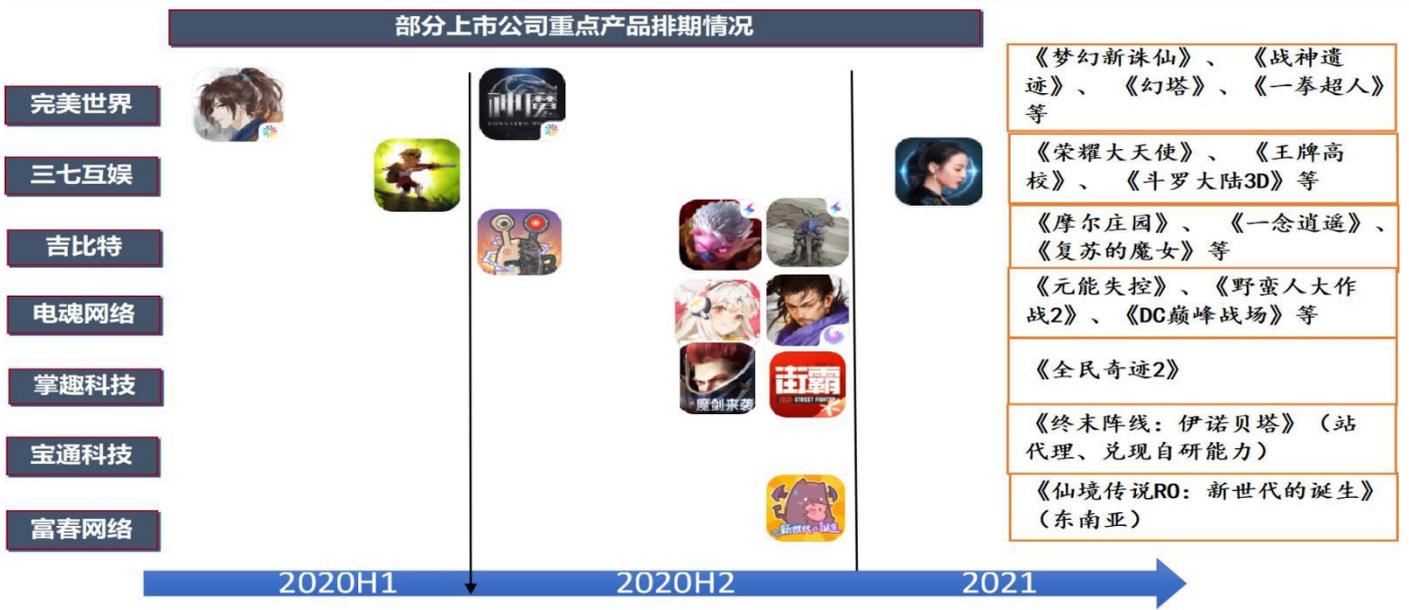


资料来源: 国家新闻出版署, 华创证券

2、2021 年: 行业强产品周期将至, 对标海外国内用户渗透率仍有潜力

从上市公司产品排期看个股利润增长动力: 部分上市公司 2020 年重要产品上线较少, 新游增量有限: 如完美世界 20 年只上线两款产品, 三七互娱只上线了一款重要产品。或已上线产品排期较为靠后, 还未完全释放利润: 如 2020 年 10 月底上线游戏的电魂网络, 预计部分公司利润增量在 Q4 乃至 2021 年 Q1 开始体现。但较多游戏公司皆有重磅产品有望在 21 年逐步兑现。

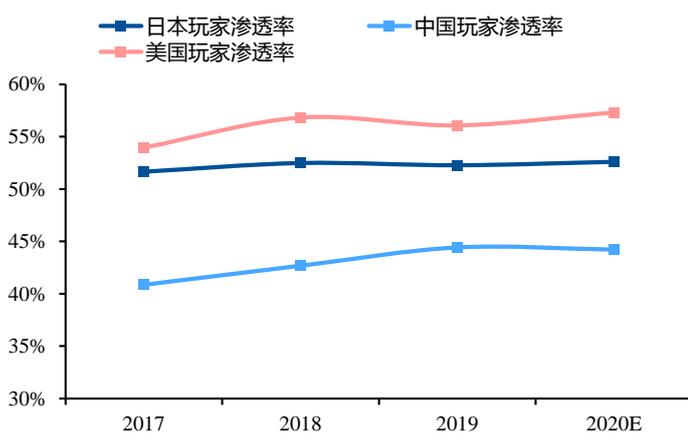
图表 41 上市公司部分重点国内产品排期情况



资料来源：华创证券整理

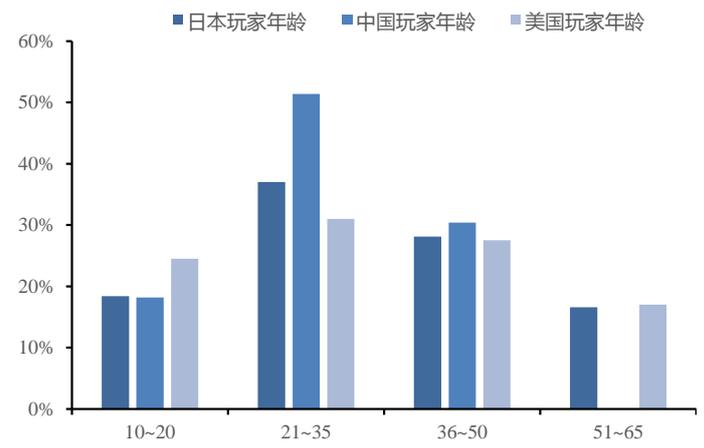
从海外经验看趋势，我国游戏用户结构年轻：1)从渗透率看：中国玩家渗透率逐步上升，预计 2020 达到 45%左右；仍低于美国的 57%和日本的 53%；中国渗透率仍有一定的增长空间。2)从年龄结构来看：日本美国大龄玩家较多，有将近 20%的游戏用户年龄超过 50 岁，游戏玩家活跃寿命较长；我国基本上所有游戏用户年龄皆低于 50 岁，超过半数的游戏玩家年龄在 21~35 岁之间。从年龄结构来看我国的玩家群体仍较为年轻，预计我国玩家群体暂不存在“老龄化”压力。

图表 42 中日美玩家渗透率



资料来源：newzoo，华创证券

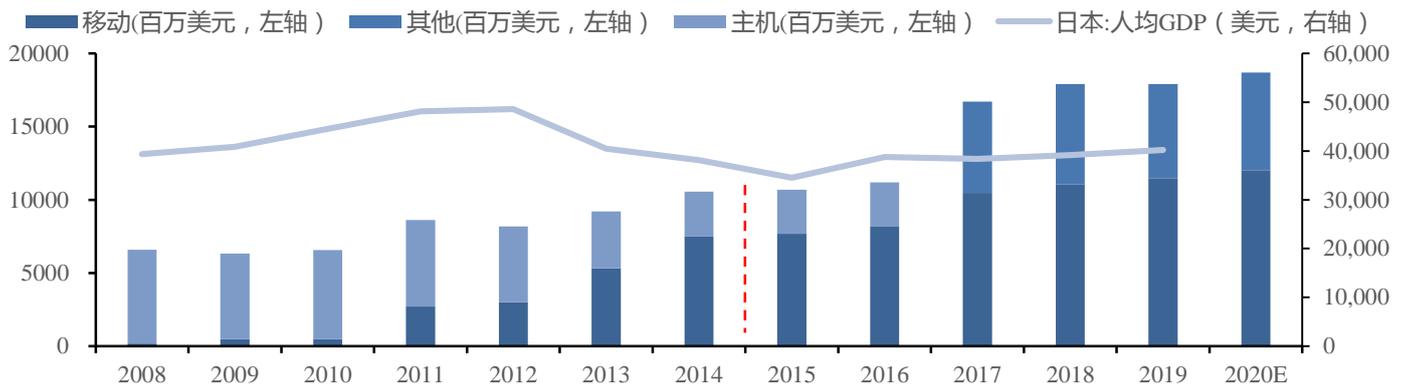
图表 43 中日美玩家年龄构成



资料来源：newzoo，华创证券

从海外经验看趋势，双重压力下成长的日本市场由技术红利推动市场增长。2008 年以来日本人均 GDP 停止增长，2012 以来甚至有所下滑，经济压力较大；期间日本人口由 2010 年的 1.28 亿下滑到 2018 年的 1.26 亿，人口压力同样较大。但智能手机浪潮下带动日本移动游戏市场规模快速增长；2014 年后次世代主机的推出同样止住了主机市场规模的缩小。从日本经验来看，得益于技术红利和更高品质游戏的供给，经济与人口压力下的日本游戏市场销售收入仍在不断增长。

图表 44 日本游戏市场销售收入与人均 GDP (2017 年前非移动游戏数据存在缺失)



资料来源: famitsu, newzoo, 伽马数据, 华创证券

3、看未来：变化带来红利

3.1 新趋势一：渠道趋于多元化，优质内容议价能力增强

过去渠道强势的原因：1) 中国游戏行业的增长由下沉带动而不是内容带动，底层逻辑是“拉新”，因此渠道更为重要；2) 彼时制作手游的公司必须考虑到市场上大量的低端机份额，导致游戏制作的空间不大，产品同质化严重；3) 渠道之间的联盟反过来垄断了游戏发行的选择。

如今的变化：1) 手游市场陷入存量竞争，游戏的品质越发重要；2) 游戏分发开始依赖垂直平台和买量平台，应用商店的地位逐渐被口碑/媒体/社交削弱，**B 站、TapTap、快手以及抖音成为重要的游戏发放渠道。**3) 云游戏技术将会进一步削弱传统渠道。

未来演变的方向和影响：1) 传统渠道将被进一步削弱，渠道最终的演变将会是分散化的方向；2) 优质内容厂商将有更大的话语权和选择余地；3) 若安卓联运市场的分成比例下降至 3:7, 那么 CP 方的价值分配将提升约 9%-10% 左右, 研发环节产值增长能超过 50% 以上。

图表 45 各渠道分成占比情况

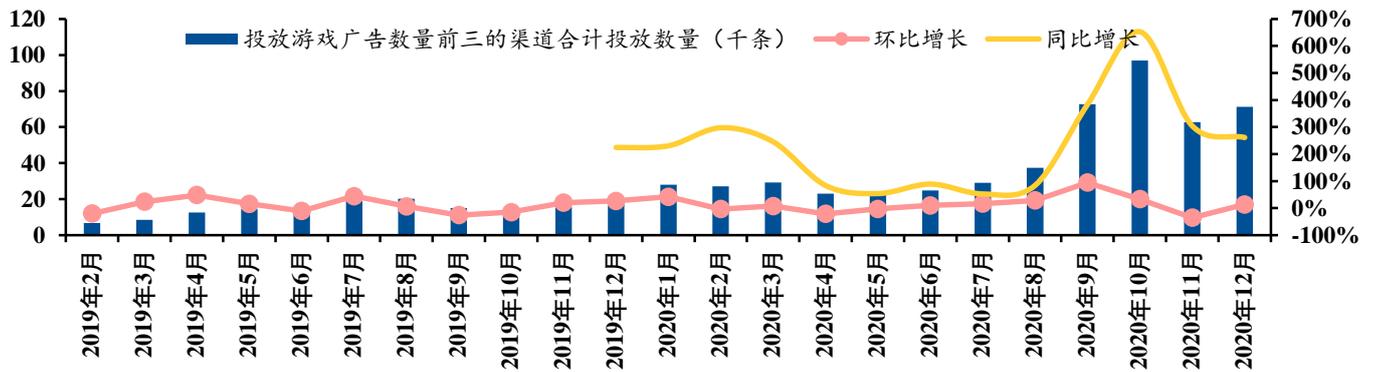
阵营	规模	合作方式	渠道	渠道分成
ios	700 亿	联运	AppStore	30%
		买量	头条系	40-60%
			腾讯系	40-60%
安卓	400 亿	联运	硬件厂商	50%
			应用宝	50%
			B 站	50%
			其他长尾	50%
	400 亿	买量	头条系	40-60%
			腾讯系	40-60%
		其他	Taptap	0%
官网	0%			

资料来源: 竞核, 华创证券整理

3.2 新趋势二：大厂入局，买量竞争加剧，买量成本将保持温和上涨

整体看：买量大盘仍然维持高增长，买量渠道更加集中：根据 DataEye 数据，12 月份，手游买量素材日均投放数近 10 万个，日均投放素材数环比增长率为 23.27%，而根据 AppGrowing 数据，巨量引擎、腾讯广告、百度信息流这三家头部投放平台的广告投放总数量 12 月份环比增长率则为 13.5%，同比增长 261.4%；增速显著高于买量大盘。

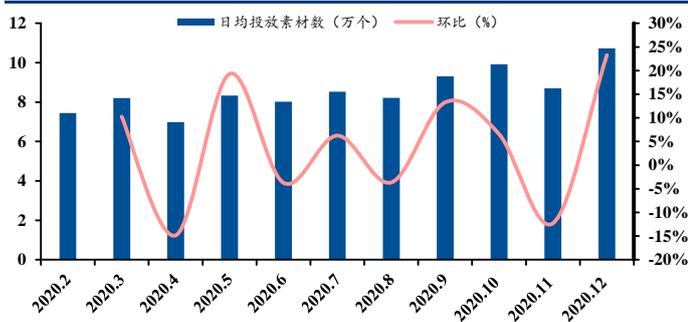
图表 46 top3 平台游戏买量月投放素材数



资料来源:APP Growing, 华创证券

中小厂商被挤出买量市场：在整体买量素材数量持续上升的同时，每月新增投放游戏数量和公司数量却在波动；其中 10 月新增投放数量环比下滑 24.62%，买量公司数量环比下滑 11.05%。预计是《原神》等大作推出挤占了市场，大作高峰期后公司数量有所回升。

图表 47 整体游戏买量市场日均投放数



资料来源: DataEye, 华创证券

图表 48 买量公司主体数量和每月新增投放游戏数量变化情况



资料来源: DataEye, 华创证券

原因一：国内手游市场逐步进入存量竞争时代，大厂买量力度不断加大。根据 DataEye 数据，越来越多的巨头参与买量；10 月份腾讯累计投放素材 19399、网易累计投放素材 18818（广州网易+杭州网易），是投放数量最多的两家公司。竞争最激烈的三国、西游、武侠等主题头部产品均被两家占据。

图表 49 腾讯游戏近一年来投放总素材数



资料来源: DataEye, 华创证券

图表 50 网易游戏近一年来投放总素材数

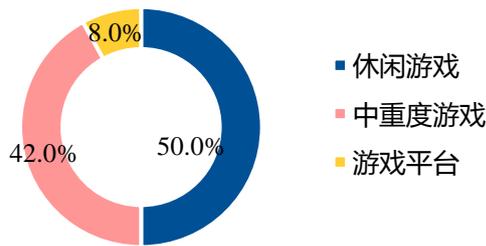


资料来源: DataEye, 华创证券

原因二：素材消耗更快、创意难度加大。根据 DataEye 数据，游戏广告素材的平均使用时间由 19 年上半年的 6.3 天下降到今年上半年的 5.1 天 (yoy -19.7%)，素材投放生命周期的缩短和对素材创意要求的提高推动了买量成本的提高。

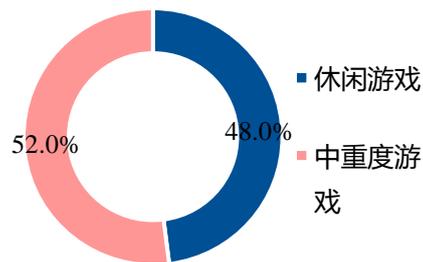
原因三：短期与电商买量高峰叠加。根据 APP Growing 数据，电商相关广告素材数占整体的 8 成左右，是买量市场的绝对大户，而游戏占比一般在 6%-9% 左右。10 月份则由于临近双十一电商广告数量迅速增长（投放素材数环比增长 15%），且恰逢有《原神》、《万国觉醒》等游戏买量大作上线（游戏投放素材数环比增长 33%），双重因素叠加下 Q3 买量成本增长，预计后续将会随着高峰度过阶段性回落。但长期来看买量成本还是面临上涨压力。

图表 51 买量榜 TOP50 占比



资料来源: DataEye, 华创证券

图表 52 买量榜新品 TOP50 占比



资料来源: DataEye, 华创证券

随着平台规模的扩大、智能投放系统的完善、用户数据的不断积累和优化,买量的难度依然在不断下降。自动化投放平台的大规模使用,显著提升了运营的效率 and 优化的效果,企业买量的难度在持续下降。

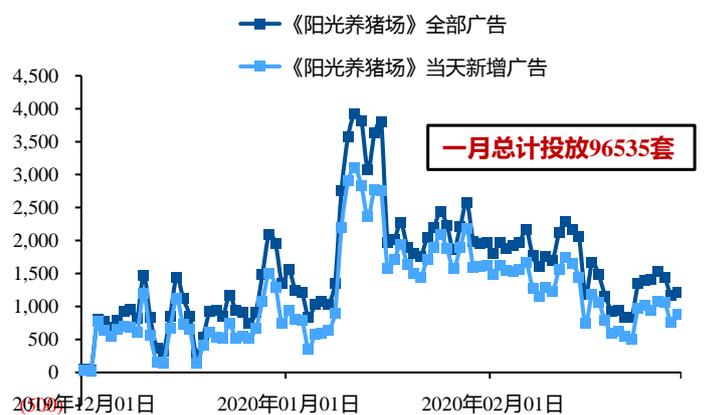
平台方具备更强的流量运用能力。以字节跳动为例。当字节主动介入到发行时其对流量的运用程度和对用户的理解是要更出色的。根据七麦数据显示,字节跳动 2020 年 1 月重点发行的《小美斗地主》,峰值期间单日新增广告素材量为 161 套,在一个月左右的时间内一共投放了 2917 套广告素材。而同样在一月达到过免费榜第一的《阳光养猪场》其单日新增广告素材量峰值为 3104 套,在一个月左右的时间内投放了 96535 套素材,达到同样的推广效果其消耗的资源是字节跳动的 30 倍以上。

图表 53 《小美斗地主》投放素材情况



资料来源: 七麦数据, 华创证券

图表 54 《阳光养猪场》投放素材情况



资料来源: 七麦数据, 华创证券

买量不仅仅是休闲游戏的获客方式,也逐渐成为研发商的立项方式:休闲游戏变现高度依赖广告收入,所以买量是需要长期持续投入的。从买量策略也可以看出,头部产品买量规模大且持续时间长,腰尾部产品投放量虽然时高时低,但也需要持续引流。能否真正在休闲游戏领域有突破进展,关键还在于对用户端的动向足够敏感,包括玩家对于休闲产品的画风、玩法、广告形式等的偏好,“逆向推导”逐渐成为游戏研发的主流方法。

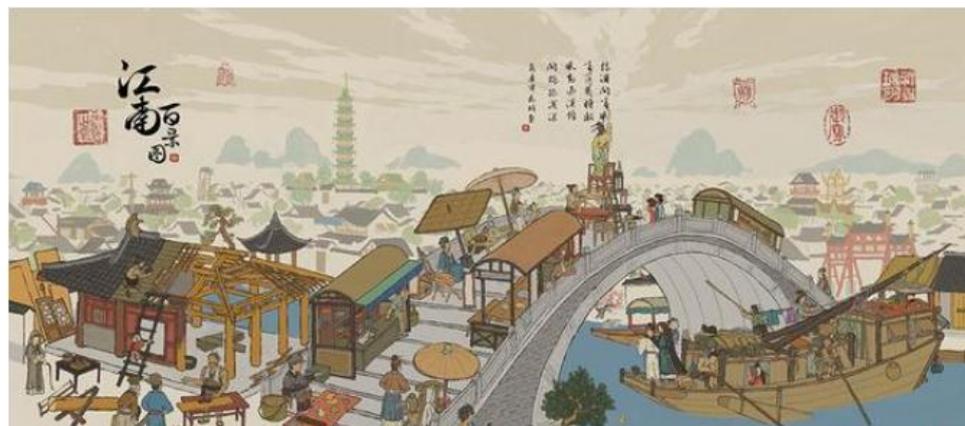
买量测试就是其中之一。通过前期的吸量测试可以参考当下市场上畅销度高的产品的吸量点，如画风、玩法等，《江南百景图》就通过画风测试获得了很高的用户认可。另一方面，通过一定的买量测试或者参考当下同类产品的买量爆款素材的吸量点，在游戏中将爆量元素作为产品的附加玩法吸引用户。

图表 55 该组素材采用纯玩法展示即取得了千万级播放量



资料来源: DataEye

图表 56 《江南百景图》立项前即通过美术风格吸量测试来决定产品画风



资料来源: DataEye

手游推广进入全平台抢量时代。游戏厂商更加注重品效合一的买量打法。以往买量更趋于广告投放，如今手游厂商为吸引更广泛的用户，往往采用品效合一进行多端投放，与抖音、微博、玩家社区和线下结合，拔高了买量价格。同时，买量已经具备一定的战略属性，如《万国觉醒》在国内上线时，《三国志战略版》和《率土之滨》都进行了大量的广告投放，因此也抬升了买量成本。游戏厂商更加注重品效合一的买量打法，游戏和品牌紧密联系的推广手法，以此获取更长远的积极影响。

腾讯、网易等大厂入局后，“大宣发”和品效合一这种高投入的买量打法成为常规的获量手段。而经过多轮买量投放后，获客成本也越来越高，因此无论是 SLG 还是传奇类游戏，对于打破用户圈层、扩大用户基本盘都更加重视。

图表 57 贪玩蓝月开始在梯媒投放广告并强调贪玩品牌

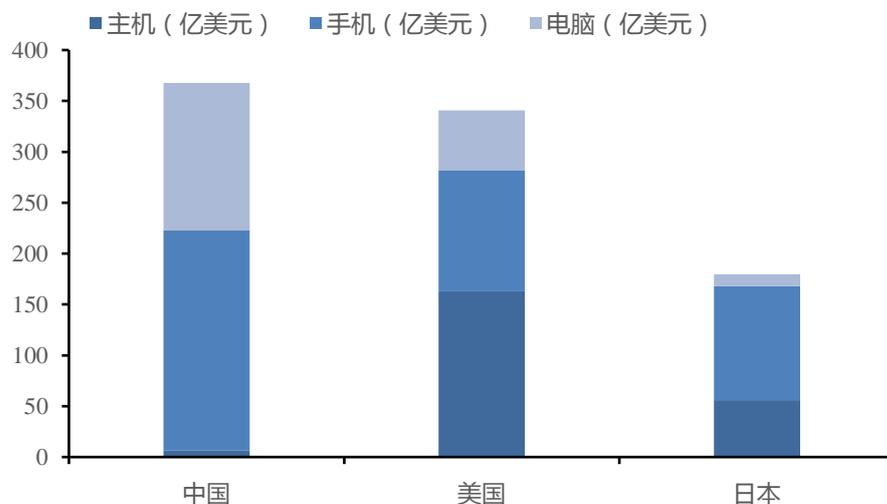


资料来源: DataEye

3.1-新趋势三：内容：高品质游戏需求的崛起

中国游戏市场当前已为世界最大游戏市场，但是主要由手游市场组成；通常代表着高质量和创新玩法的端游与主机市场相对较小，过去的供给有限；部分玩家的高品质游戏需求未得到较深入的挖掘。而当前市场逐步有厂商开始填补空白，如游戏科学的主机/端机游戏 ARPG 游戏《黑神话：悟空》，用世界一流的美术+动作设计吸引玩家目光；目前的演示视频中体现了极高的战斗演出设计能力、引擎使用能力和打击感设计能力。一段十三分钟的演示在 B 站获得了近 3000 万的播放，也体现了当前国内游戏玩家对高品质内容的极度渴望。

图表 58 中美日游戏销售收入组成（2019）



资料来源: Newzoo, 华创证券

图表 59 《黑神话：悟空》 B 站播放页



资料来源: Bilibili

厂商开始从高品质主机游戏中引入玩法，结合至手游中以求突破品类；用高品质的玩法在手游市场进行降维打击。如网易的《第五人格》在设计上同样学习了《黎明杀机》的玩法与风格，将不对称竞技玩法带入手游市场获得成功；此外腾讯的手游《和平精英》和《王者荣耀》也正是把端游吃鸡玩法和 MOBA 玩法带入手游市场的突破作品。

图表 60 《第五人格》 游戏画面（黎明杀机玩法）



资料来源: 华创证券

由米哈游研发 3 年、耗资 1 亿美金的《原神》于 9 月 28 日开启全球公测，首月流水达到 2.45 亿美元（不包含 PC 端收入与国内安卓收入）；其中海外市场贡献近 1.63 亿美元，占 66.5%。从游戏设计角度来看：原神是一款二次元美术风格的开放世界 ARPG 游戏，商业化核心为卡牌养成；从玩法设计上来看学习了顶级开放世界《塞尔达》的设计思路；在游戏内设计了大量的遗迹解密、随机事件、传送锚点、挑战敌人打造开放世界。用高品质主机玩法进行降维打击；给原本的非主机用户机会去感受开放世界玩法。

图表 61 《原神》首月流水情况



图表 62 《原神》游戏画面 (玩法学习塞尔达)



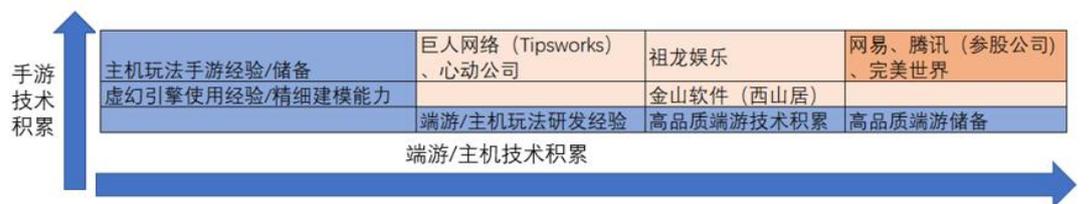
《原神》的背后是 3 年的研发、1 亿美金的投入以及长时间的技术积累；从这点来看高品质手游诞生的背后是大量的内容研发投入+主机品质的玩法引入+多端互动+全球发行能力；整体对标的是 3A 游戏（大量资源、大量时间、大量金钱投入）。开发这样的游戏所需要的研发成本、时间和技术积累超越传统手游范畴。公司需要较高的研发能力：引擎使用能力、游戏设计能力及较为充裕的研发资金和时间沉淀。

图表 63 部分游戏的研发投入情况

类型	游戏名	研发投入	研发时长	研发人员
主机游戏	塞尔达	1.3亿美元	4年	300人
	巫师3	约8000万美元	3年+	240人
端游	逆水寒	约4~5亿元	4年	300人
高品质手游	原神	1亿美元+	3年+	400人
手游	中上品质MMO手游	1亿~2亿元	1~2年	无
	2.5D Arpg 二次元手游	3000万元~4000万元	1~1.5年	无

资料来源: 游戏葡萄, 华创证券整理

图表 64 有望推出融合新品类的部分上市公司

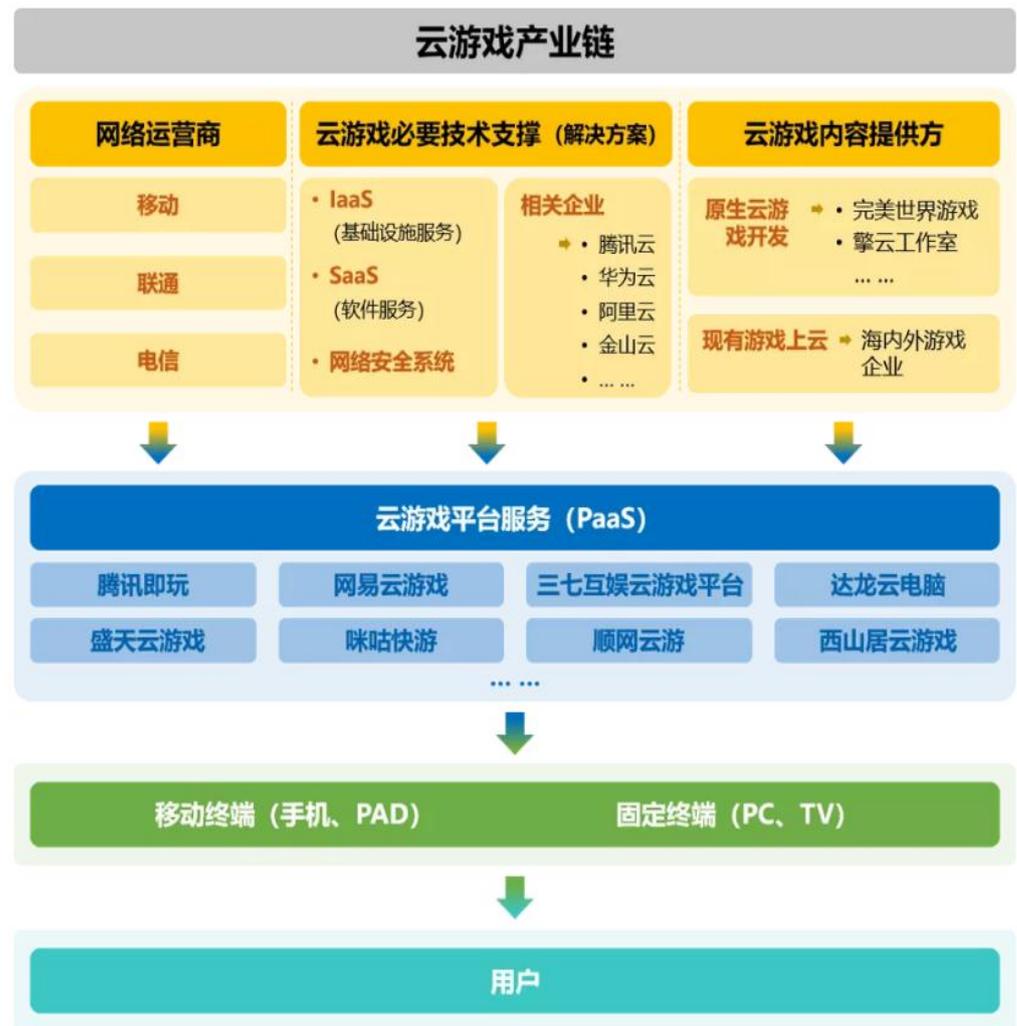


3.2-新趋势四：云试玩提升下载转化率

云游戏产业链：国内外游戏研发商作为内容提供方，云计算服务厂商提供解决方案，三

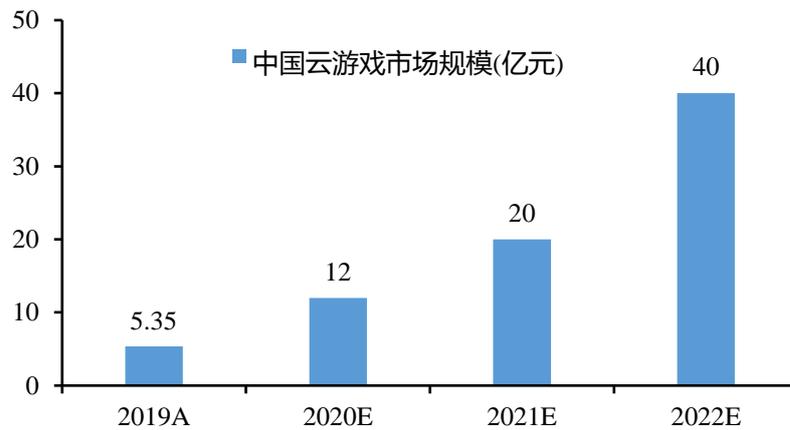
大网络运营商进行传输；游戏平台借云传输画面给用户的手机、PC。由于用户的终端只需要播放画面并进行网络传输而不需要较高的硬件配置。未来随着 5G 网络建设完成，用户有望突破硬件限制尝试游戏，降低游戏门槛并提升玩家渗透率。伽马数据预计 2022 年我国云游戏市场规模将突破 40 亿元。

图表 65 云游戏产业链



资料来源：伽马数据，华创证券整理

图表 66 云游戏市场规模

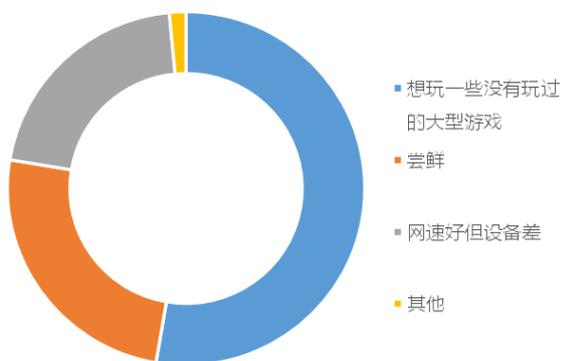


资料来源：伽马数据，华创证券

根据伽马数据调研，大部分云游戏付费用户希望通过云游戏突破设备限制，玩一些配置较高的大型游戏；大屏云游戏有望满足玩家需求提供高品质主机内容给玩家，降低游戏门槛。

当前边缘云计算技术逐步成熟为大屏云游戏玩家提供低延迟体验。随着服务器的增加，技术的成熟与边缘节点的普及，云游戏平台的延迟逐步降低。过去的云游戏平台由于延迟问题难以解决，体验普遍不及预期拖慢了云游戏普及。当前部分采用边缘云计算的服务器延迟大多已降低至 10ms 左右，可以提供玩家高品质游戏体验，C 端体验拐点已至。

图表 67 云游戏付费用户参与动机



资料来源：伽马数据，华创证券

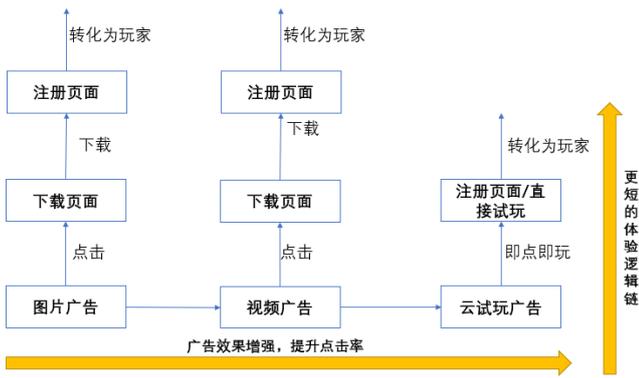
图表 68 云游戏延迟情况

云平台名称	端游延迟 (FPS 60, 标清)
网易云游戏	30-40ms
顺网云游戏	10-15ms
咪咕云	无显示, 约30-50ms
腾讯start	10-20ms
腾讯即玩	无显示, 约30-50ms
达龙云电脑	20-25ms

资料来源：华创证券整理

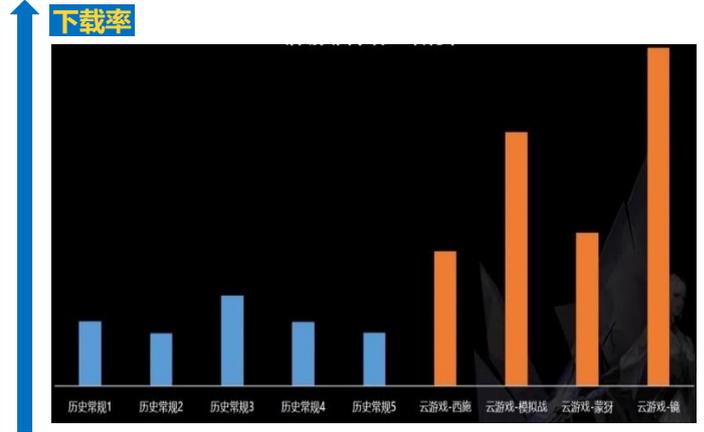
5G 技术成熟提供高速移动网络，云试玩有望率先切入市场避开流量压力：过去的广告投放从图片到视频，从静态到动态的素材增强了广告效果，提升了点击率。而未来的云试玩模式有望以更短的体验逻辑链提升点击率与转化率；传统的广告点击后玩家需要考虑手机存储空间和网络情况，然后才会决定是否下载。云游戏的即点即玩大幅降低试错成本，玩家能够更加快捷的体验游戏从而增加玩家转化率。同时用户如果全程采用移动网络游戏，当前费用仍然较高，采用短时间的试玩模式则可以大幅度降低流量压力。而运用腾讯即玩云推广的《王者荣耀》下载转化率相较于常规用户提升一倍甚至数倍。对于留存用户来说，在“先试玩-后购买”的模式下新英雄和新皮肤的购买效率同样有所提升。

图表 69 云试玩逻辑链条



资料来源：华创证券

图表 70 腾讯即玩（先试玩-后下载）大幅提高下载量



资料来源：腾讯即玩，华创证券

（二）视频：视频行业货币化加速，内容+电商变现效率提升，推荐下游平台型标的和上游掌握 IP 的标的

我们按照视频平台内容时长的不同，将视频赛道分为长视频、中视频、短视频三部分。

长视频赛道：走过 2020 年行业低谷，我们认为 2021 年长视频平台将受益于①会员收入步入提价周期（爱奇艺于 11 月 13 日首次提价）；②广告收入增速疫情后逐渐恢复；③相关公司探索多元化变现方式以提升流量变现效率（如芒果 TV2021 年 1 月 1 日上线小芒电商平台，布局电商赛道）；行业迎来 β 行情，从上游 IP 生产方，我们认为阅文集团的网文 IP 库是影视化和动漫化改编的丰富资源，同时上半年腾讯高管担任阅文 CEO 释放出腾讯文娱体系加速整合预期。

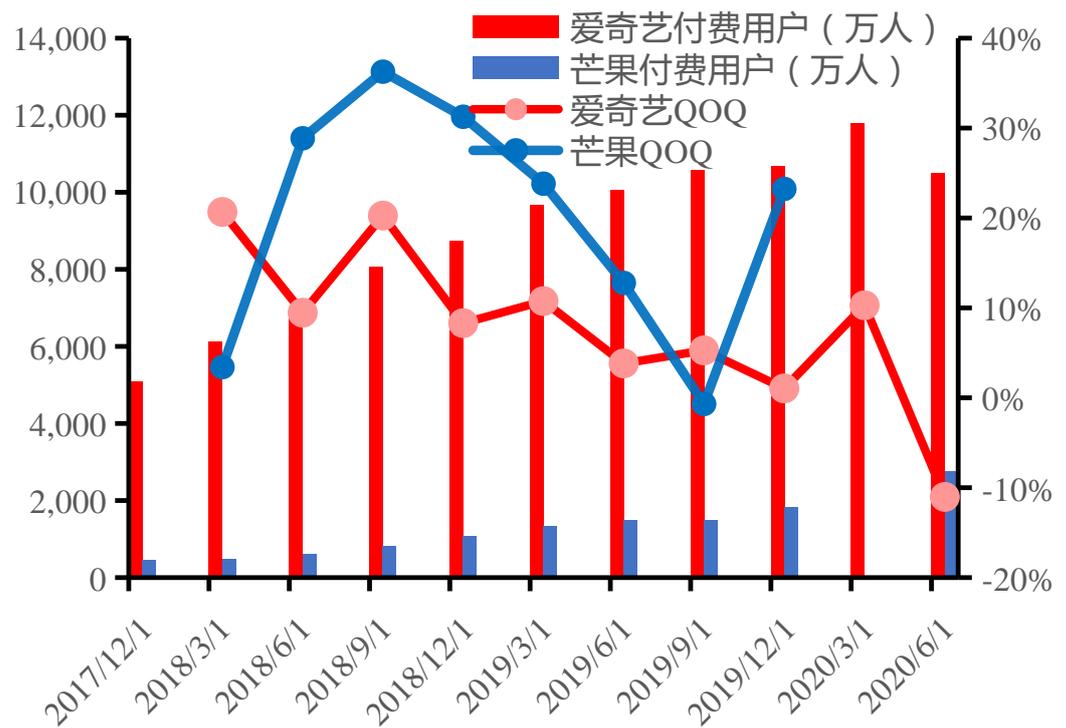
短视频赛道：短视频龙头快手抖音有望相继上市（快手 11 月 5 日递交招股书；字节跳动 1800 亿美金进行 pre-IPO 轮融资，预计抖音、今日头条、西瓜视频将于 2021 年港股上市），行业仍处流量高增长红利期（目前抖音快手用户时长同比增速维持 30% 以上）且商业化变现不断成熟。

中视频赛道：相比于长短视频，中视频目前用户渗透率仍低，头部 APP 体量不大，行业未来增长潜力巨大。

1、长视频：格局改善叠加提价周期，预计行业迎来 β 行情

会员收入：会员数量方面，截至 2020 年上半年末，爱奇艺会员数量 1.05 亿人，芒果 TV2766 万人，爱奇艺会员数量增速已有放缓。ARPU 方面，截至 2020 年上半年末，爱奇艺 ARPU155 元/人/年，芒果 TV ARPU 123.6 元/人/年，两平台 ARPU 均呈现缓慢上升趋势，但逐年增幅不大。会员收入方面，截至 2020 年上半年末，爱奇艺会员收入 86.3 亿元，yoy+27%，芒果 TV 会员收入 14.2 亿元，yoy+80%，整体来看爱奇艺等综合视频平台会员数天花板将至，会员收入已进入 ARPU 值驱动增长阶段。

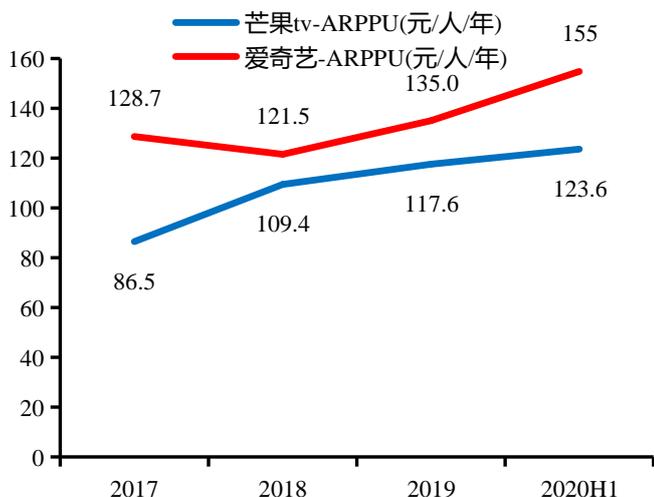
图表 71 爱奇艺与芒果 TV 付费用户数及环比变动



资料来源：公司公告，华创证券

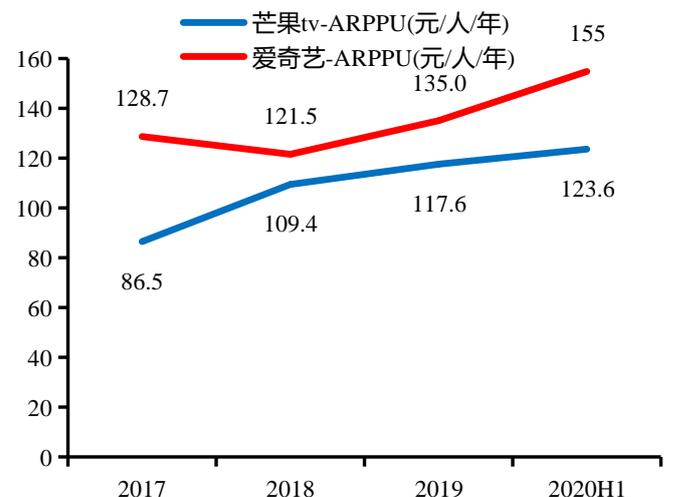
首次提价：11月6日，爱奇艺宣布提价，将提高9年前制定的15元的连续包月价格提升至19元，19.8元的月订阅费用提升至25元，涨幅约为26%。我们认为爱奇艺的提价是长视频行业拓展变现的积极尝试，有望带动长视频行业进入ARPU值提升新周期。

图表 72 爱奇艺与芒果 TV 年度 ARPU 值



资料来源：公司公告，华创证券

图表 73 爱奇艺与芒果 TV 会员收入及同比变动



资料来源：公司公告，华创证券

如何布局：我们按照内容产品的不同，将长视频行业的PGC内容分为剧集、综艺、动漫

和电影四种主要形式；再将四类内容按照内容源头/IP 到内容制作到播放平台的产业链路对上下游公司做进一步细分。我们建议关注腾讯控股（文娱体系布局最完善）、芒果超媒（会员广告等收入增速远超行业，β 和 α 共振）、爱奇艺。从上游 IP 生产方，我们认为阅文集团的网文 IP 库是影视化和动漫化改编的丰富资源，同时上半年腾讯高管担任阅文 CEO 释放出腾讯文娱体系加速整合预期，建议关注阅文集团。

图表 74 PGC 内容产业链相关公司一览



资料来源：华创证券整理

剧集：①从平台采购看内容需求：2018 年后剧集行业经历“价量齐缩”：一方面限薪令后头部剧集单集价格下降；另一方面 2018 年以来除芒果外爱优腾三平台每年上线新剧集数量有所收缩；②从内容制作方看格局演变：自 2015 年来平台从第三方纯外采→与制作公司合作→平台主导内容生产，下游平台对内容创作的话语权逐渐提高，行业内多数第三方制作公司逐渐沦为平台代工商。③从内容源头看 IP 来源：2017~2020 年全网播放量 TOP10 剧集中 IP 改编剧 7~9 部，其中半数以上为网文改编，网文 IP 库为影视改编提供充足的内容资源。

综艺：①平台采购：2018 年以来除芒果外爱优腾三平台每年上线新综艺数量有所收缩；②内容制作：芒果背靠湖南卫视湖南系综艺内容自制率持续保持在 70% 以上，腾讯视频和爱奇艺次之，优酷视频自制能力最为薄弱。

动漫：动漫内容的主要播放平台为腾讯视频和哔哩哔哩；腾讯背靠腾讯动漫和阅文集团两大 IP 提供方，动漫赛道优势得天独厚。

电影：①播放渠道：线下影院为主要播放/收入渠道，2019 全年电影票房 641 亿；②内容制作方：不同于剧集综艺和动漫，电影行业出品和制作公司主要为独立的第三方公司，且行业格局较为分散。

透视 2020 招商会片单：短剧化、IP 化、剧场化，长视频平台对内容的长线运营能力和精

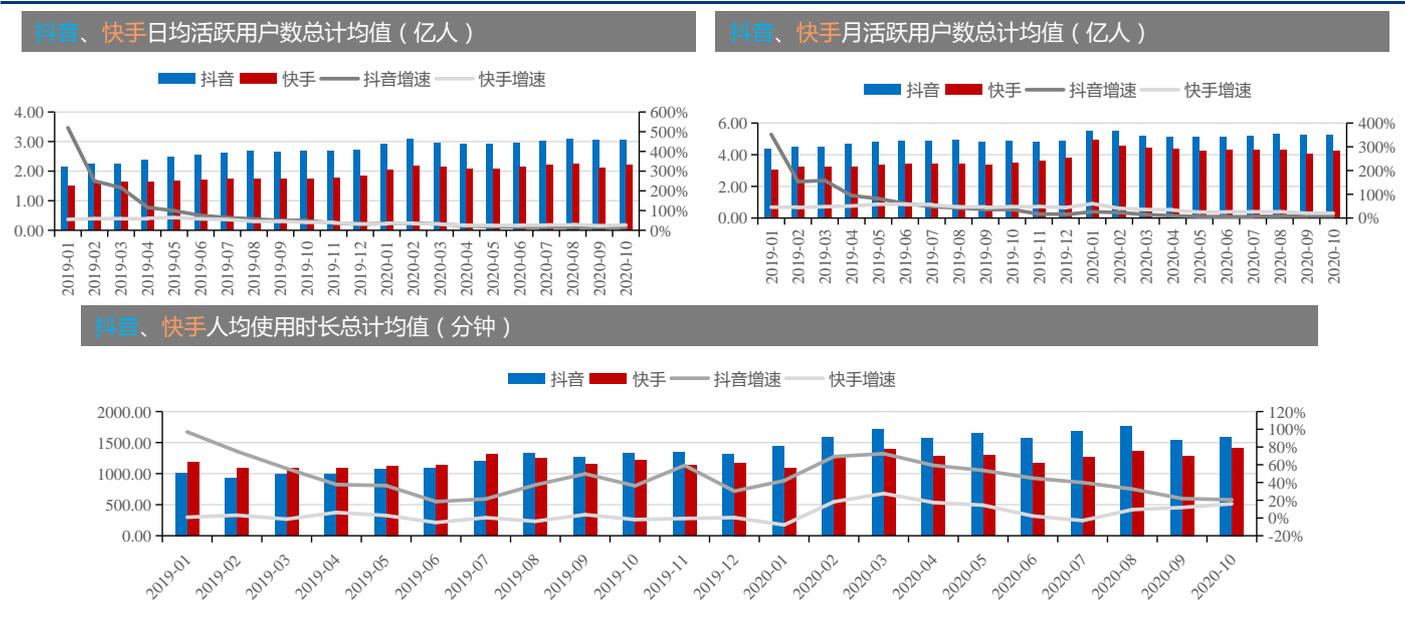
品制作能力持续提升，而这些都将在长期持续节约内容制作成本、提升用户粘性（进而提升 ARPU 值）。

2、短视频：抖音快手有望相继上市，行业处高景气增长长期

从规模来看，截至 2020 年 6 月，短视频用户规模达到 8.2 亿，较 2019 年同期+26%；其中抖音月活用户已突破 5 亿，短视频用户使用时长占整体互联网用户使用时长比重接近 10%。

从行业格局来看，头部平台规模优势凸显。目前短视频行业格局已逐渐稳固，抖音快手视频号三家巨头林立，新进入赛道的平台发展难度逐渐加大。头部平台的规模优势显现，并且相继寻求资本化道路，头部平台快手和抖音有望相继上市。

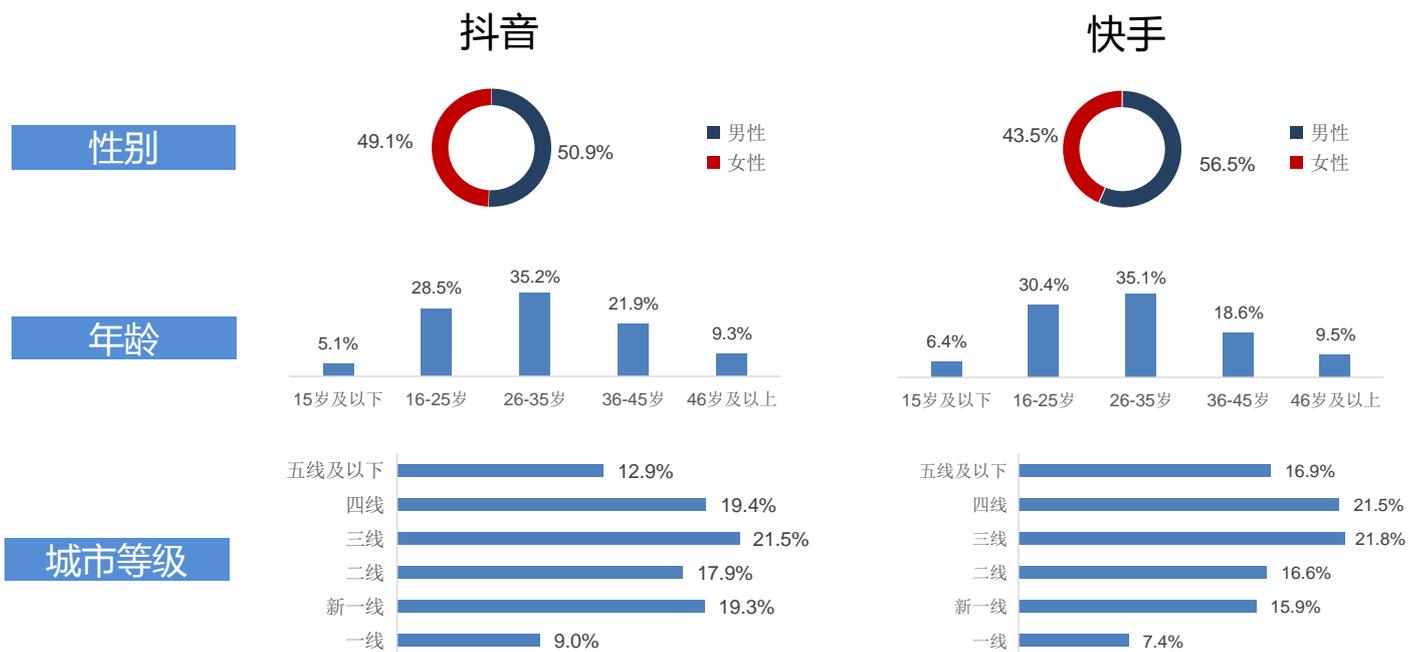
图表 75 抖音快手情况对比



资料来源：QM，华创证券

用户画像：抖音与快手背靠巨大流量，用户画像基本与我国互联网用户分布一致，性别、年龄、城市结构等方面均较为全面、均匀地覆盖整个互联网用户群体，与微信、阿里等大型社交平台与电商平台相近。二者相比，整体结构基本相似，快手男性用户占比稍高，地域分布上相对更加下沉。

图表 76 抖音快手用户画像对比



资料来源：极光数据，华创证券整理

3、中视频：B 站 VS 西瓜视频，竞争尚处“战国时代”

不同于格局逐渐稳固的长视频与短视频，中视频的竞争尚处“战国时代”。相比于长短视频：时长上，中视频主要是 1 分钟到 30 分钟的视频内容；形式上，不同于短视频以竖屏为主，中视频绝大部分是横屏；生产上，中视频创作人里，PGC 占比更高。

目前中视频领域的头部玩家主要为 B 站和西瓜视频，目前各自 DAU 尚不足 5000 万，相比长短视频均为亿级 DAU 规模，中视频行业未来成长空间巨大。

4、长&短&中视频，视频领域边界逐渐模糊

长视频方面，呈现“两超多强”格局，“两超”即为爱奇艺（MAU:5.3 亿）和腾讯视频（MAU:4.7 亿），“多强”包括优酷（MAU:2.2 亿）、芒果 TV（MAU:1.8 亿）、哔哩哔哩（MAU:1.3 亿）、西瓜视频（MAU:1.2 亿）。

中视频方面，哔哩哔哩和西瓜视频两大平台占有优势，但月活用户数仍不高，2020 年 10 月 MAU 均在 1.3 亿左右。

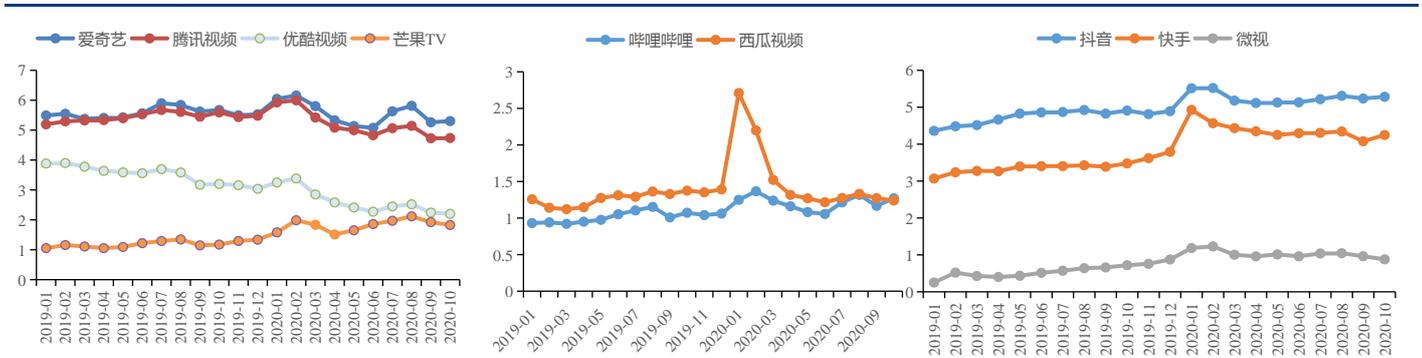
短视频方面，呈现抖音快手两大巨头垄断格局，2020 年 10 月 MAU 分别为 5.3 亿、4.2 亿。

图表 77 视频行业格局一览



资料来源: QM, 华创证券整理

图表 78 长/中/短视频 MAU (亿人)



资料来源: QM, 华创证券

四、教育：刚需赛道，长期看好

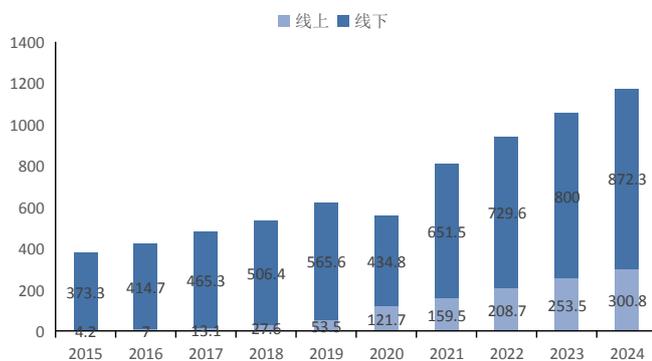
行情回顾：2020 年教育板块表现出色。A 股：中信教育指数年内上涨 37.6%，在 A 股全部中信一级行业中可排到第 7 位。中公教育（+112%）、紫光学大（+70%）、国新文化（+41%）涨幅位列前三。港股：港股教育股年内涨跌幅中位数为+19.9%，天立教育（+154.6%）、嘉宏教育（+151.1%）、中汇集团（+108.6%）涨幅位列前三。美股：美股教育板块年内涨跌幅中位数为-5.8%，在线教育成绩亮眼，无忧英语（+176.9%）、跟谁学（+151.6%）、好未来（+44.63%）、新东方（+42.2%），此外达内教育（+64.3%）也表现亮眼。

投资建议：优质教育资源稀缺可能会长期存在，稳就业政策托底，教育板块稳定性与成长性并存。在优质资源相对稀缺且录取压力持续增加的情况下，教育消费将可能保持较高的增长。而从行业层面，我们可以看到，K-12 教育公司的品牌壁垒正在逐步确立起来，龙头公司借助在线教育进一步打通下沉市场，并凭借在运营和管理层面的优势，拥有更高的运营效率。随着流量红利的逐步弱化，拥有更强运营能力和更好授课效果的公司将脱颖而出；高教板块随着政策的进一步推动和疫情的催化，正走向量价齐升的上升通道，市场集中度有望进一步提升，看好优质公司借助自身校区扩张和并购提升实现市占率的上升；职业教育正迎来最强有力的政策支持，在稳就业的政策支持和考研、考公热情不断上升的背景下，各细分领域龙头有了更广阔的市场空间。

（一）K-12 教育：疫情带来洗牌，龙头壁垒逐步确认

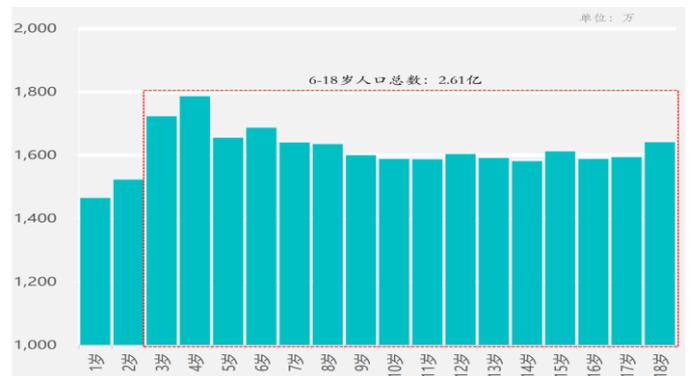
市场规模：根据弗若斯特沙利文数据，K-12 课外辅导的总市场规模 2021-2024 未来 4 年间复合年增长率将达到 9.7%，2024 年总市场规模将达到 8700 亿元。**线下：**疫情导致 2020 年线下市场规模萎缩但随着复学 21 年将迅速恢复。而 2020 年由于疫情，线下规模将出现同比 23.1% 的下降，但随着对线下辅导限制的放开，市场将迅速恢复，21-24 年年复合增长率有望达到 8%。**线上：**疫情带来渗透率加速提升，2024 年市场规模将超过 3000 亿。2020 年线上市场规模同比增长 127%，未来四年年复合增长率将达到 17.2%。

图表 79 我国 K-12 课外辅导市场规模(单位: 10 亿元)



资料来源：新东方港股招股书，华创证券

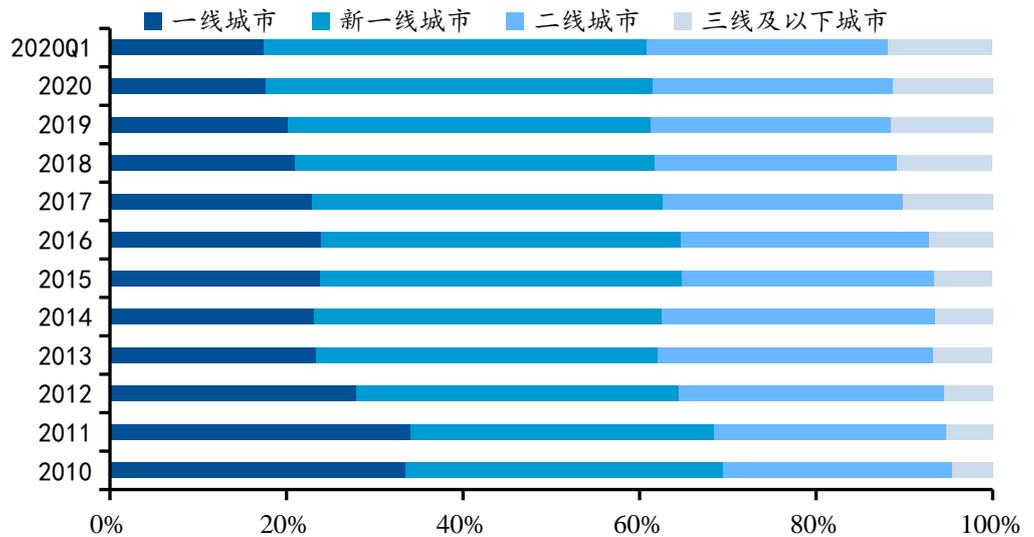
图表 80 中国儿童及青少年人口规模(单位: 万)



资料来源：极数，华创证券

需求端：升学竞争激烈，优质教育资源供不应求。供给端：一二线城市网点分布密集，龙头下沉抢占市场。

图表 81 新东方各线城市网点占比



资料来源：新东方招股书，华创证券

巨量资本投入，2021 年在线教育的激烈竞争将延续。2020 年 K12 教育行业累计融资规模超过 328.7 亿元，超过过去四年融资金额总和。其中，猿辅导 G1、G2 轮融资 22 亿美元，2020 年累计融资 33 亿美元，估值 155 亿美元，成为最受资本追捧的 K12 在线教育独角兽。而在线教育作为巨头开拓下沉市场的主要途径，疫情渐渐消退后各大头部机构并没有减少营销投放，预计 21 年仍将维持较高的获客成本，在线教育卡位战仍将继续。长链条的教育行业更要求高效的组织能力，龙头壁垒正在建立。当前用户选择已经逐步回归理性，公司策略也正从营销导向逐步转为效果导向。龙头公司依靠自己差异化的课程设计和优秀的师资力量正建立起自己的口碑护城河，也会有利于其进一步降低获客成本。同时，在线教育整个交互链条漫长，更加考验公司的组织能力，龙头公司的壁垒正在逐步确立。

图表 82 我国 K-12 线上课外辅导有关上市公司

公司	新东方在线	跟谁学	有道
成立时间	2005	2014	2006
总营收(单位: 亿元)	10.81	21.15	13.05
业务结构	大学教育/K12/学前教育	K12/外语/线下商务咨询	学习服务与产品/在线市场服务
教师人数	0.94 万	0.02 万	0.08 万
就读人次	285.2 万	1957.6 万	35.9 万

资料来源：各公司官网，华创证券

图表 83 我国 K-12 线下课外辅导主要公司

公司名	新东方	好未来	豆神教育	紫光学大	思考乐	卓越	昂立	龙门教育
成立时间	1993	2003	2016	2001	2012	1997	1984	2003
总营收(单位: 亿元)	252.67	229.35	大语文: 4.38	学大: 30.12	7.11	18.32	23.9	5.5
业务结构	综合性	K12 学科&素	K12 学科&素	K12 学科	K12 学科&素	K12 学科&中	K12 学科&素	K12 学科&中

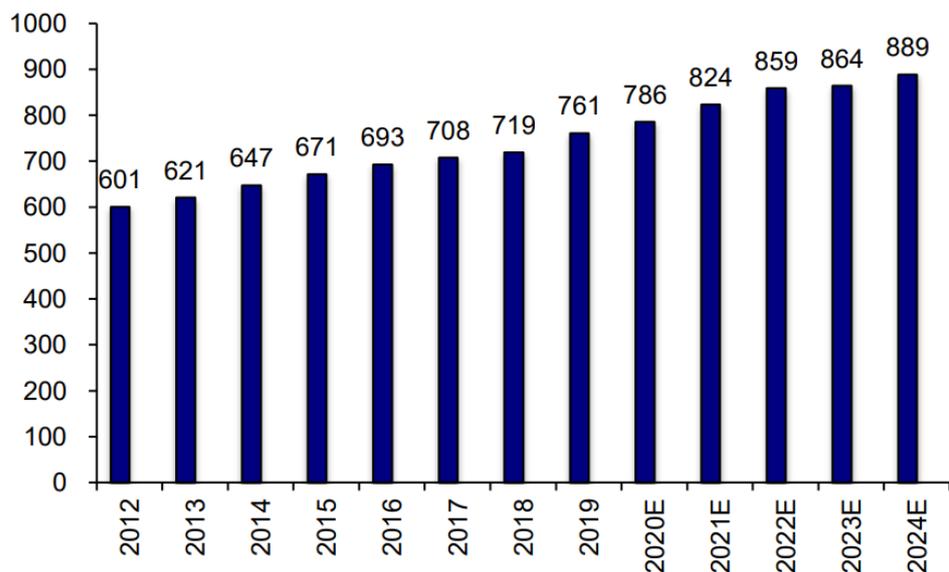
公司名	新东方	好未来	豆神教育	紫光学大	思考乐	卓越	昂立	龙门教育
		质	质		质	高考	质	高考
覆盖省份	30	29	23	29	2	5	5	11
网点数量	1472	936	170+直营分校 和 350 个加盟 分校	552	127	265	275	56
教师人数	4.14 万	3.57 万	/	0.75 万	0.25 万	0.38 万	/	/
就读人次	1059 万	1400 万	28.82 万	/	29.6 万	70.94 万	20 万	2.3 万

资料来源：各公司官网，华创证券

（二）高教：内生外延加速成长

短期看内生逻辑：1) 稳就业政策下，专升本及高职持续扩招。近年来就业压力持续增加，国家陆续出台了专升本名额增加和高职高专扩招的政策陆续出台，而民办学校的招生增速要显著高于公办院校，推动高教集团招生数增长。2) 独立学院转设加速。5 月 8 日教育部发布《关于加快推进独立学院转设工作的实施方案》，方案指出：要按照“能转尽转、能转快转、统筹兼顾、协调并进、分类指导、因校施策”的工作思路，加速推动独立学院转设工作。2020 年已批准 33 所独立学院转设，对比 2019 年的 7 所，政策推进速度显著提升。独立学院转设有利于各学院灵活办学，学费有望进一步稳步增长。

图表 84 民办高校普通本专科生规模



资料来源：教育部，华创证券

长期看外延并购：并购整合为高教的主要增长驱动力之一。目前高教行业集中度较低，上市高教集团的市场份额不足 10%。而开办高等教育机构对于公司的资金实力、管理实力要求较高，在疫情情况下，部分经营不善和受政策影响需要和高校脱钩的学院将为上市公司带来并购良机。

图表 85 高教公司新生和在校生情况汇总

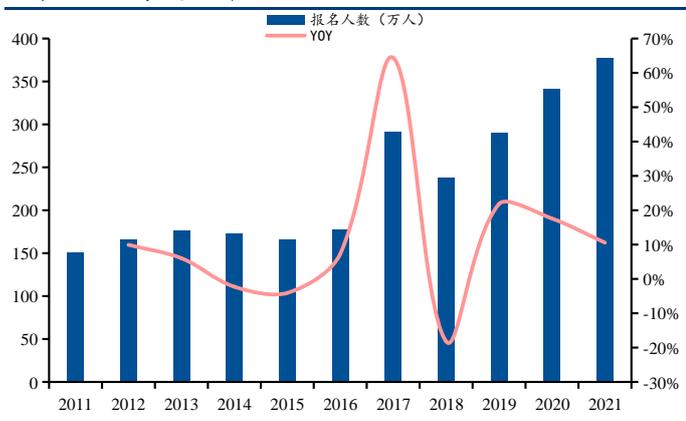
公司	新生人数			在校生人数		
	2019-2020 学年	2020-2021 学年	YOY	2019-2020 学年	2020-2021 学年	YOY
希望教育	4.88 万人	7.17 万人	47.1%	14.01 万人	19.46 万人	38.8%
中教控股	2.80 万人	4.12 万人	47.1%	17.87 万人	23.83 万人	33.3%
中国科培	2.27 万人	3.92 万人	72.5%	5.79 万人	9.17 万人	58.3%
民生教育	/	/	/	8.28 万人	9.33 万人	12.7%
华夏视听教育	0.46 万人	0.66 万人	44.1%	1.49 万人	1.77 万人	19.0%
中汇集团	1.21 万人	1.31 万人	8.5%	3.48 万人	3.84 万人	10.3%
新高教集团	/	/	/	11.35 万人	12.57 万人	10.7%

资料来源：各公司财报，华创证券

（三）职业教育：享政策红利，迎发展良机

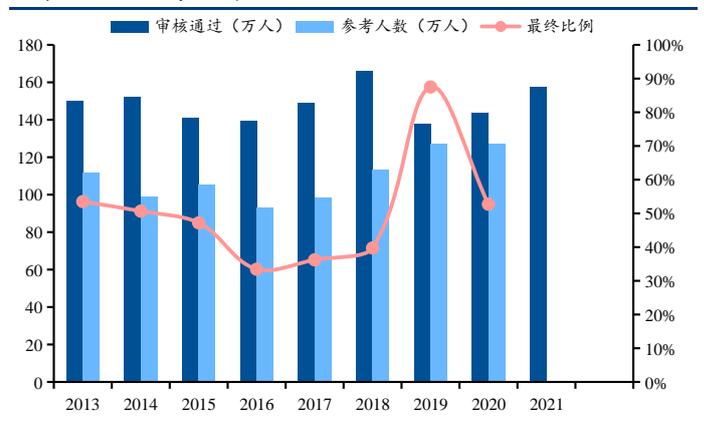
政策支持力度不减，职教培训需求火热。在就业压力不断增加的背景下，公务员、教师等职业因其较高的稳定性而备受关注，2020 年国考、省考、教师等招录考试报名和招聘人数均有所上升。展望 2021 年就业压力预计仍然较大，预计考试培训需求将持续火热。此外，2020 年 5 月国务院在《政府工作报告》提出要加强职业技能培训，增加对重点群体就业支持力度，计划今明两年职业技能培训 3500 万人次以上。在稳就业的政策导向下，非学历职业教育将有望不断迎来政策利好。

图表 86 考研历年报名人数



资料来源：教育部，华创证券

图表 87 国考历年报名人数



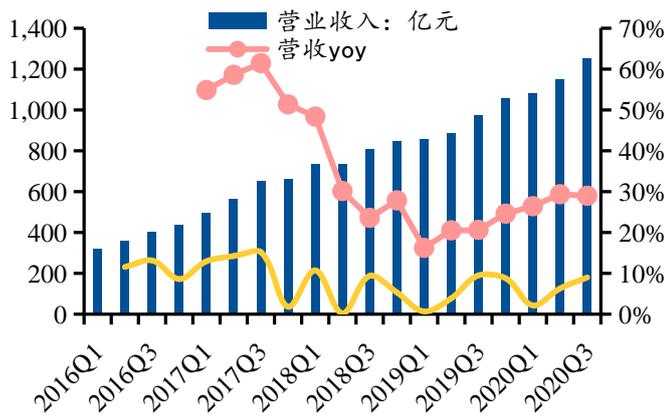
资料来源：教育部，华创证券

五、建议关注

（一）腾讯控股

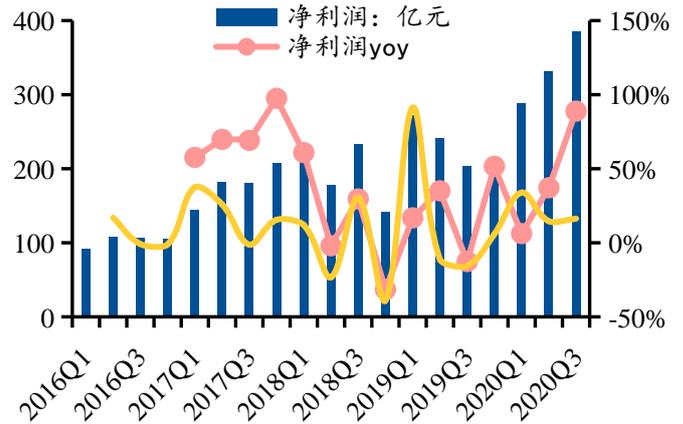
基本面：腾讯控股 2020Q3 手游收入达到 391.73 亿元，端游收入达到 116.31 亿元。20Q3 公司营收总计为 1254.47 亿元，同比增长 29%，高于彭博一致预期的 1238.3 亿元；实现归母净利润 385.4 亿元，同比增长 89%，远超彭博一致预期的 302.6 亿元；非通用会计准则下净利 323 亿元，同比增长 40%。腾讯 2020Q3 营业利润 439.53 亿元，同比增长 70%；经营利润率由上年同期 34.04% 上升至 35.04%。腾讯 Q3 期内盈利为 388.99 亿元，同比增长 85%，较上一季度增长 19.86%，腾讯净利润率由上年同期的 20.96% 上升至 30.69%。

图表 88 腾讯控股营收及增速情况



资料来源: Wind, 华创证券

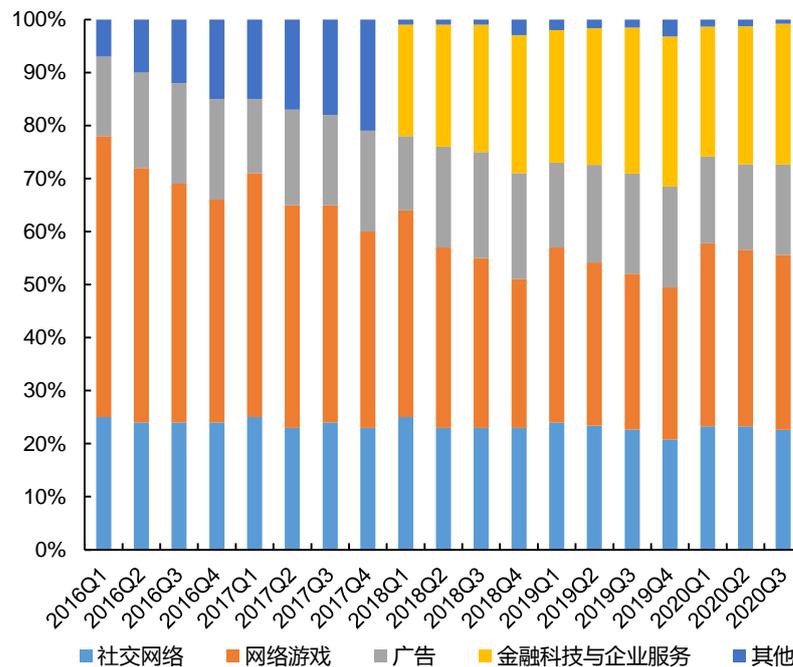
图表 89 腾讯控股净利润及增速情况



资料来源: Wind, 华创证券

短期看: 游戏业务: DNF 手游、LOL 手游、使命召唤手游在近期有望上线, 均为年流水有望达到数十亿到百亿量级的大作, 游戏业务 2021 年依然很大概率保持较高增速; 广告业务: 社交广告商业化进一步加强, 视频号有望打开收入天花板。

图表 90 腾讯控股营收结构情况



资料来源: Wind, 华创证券

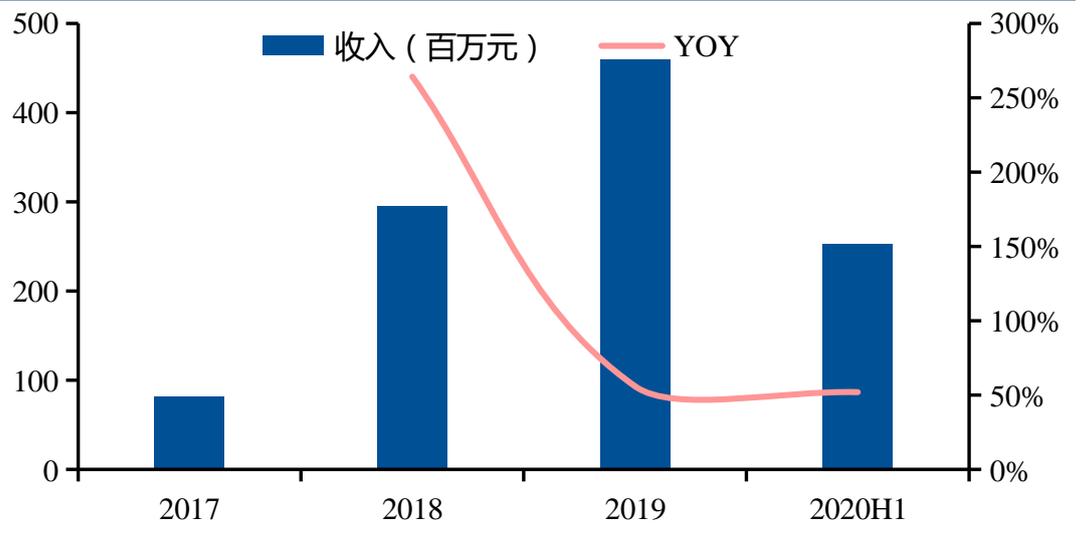
中长期: 金融科技: 理财业务和贷款业务目前规模相对较小, 仍处在业务扩张、盈利提升的阶段, 支付优势的继续加强有望促进理财规模的快速提升, 保险、贷款等高毛利业务值得期待; 云及企业服务: 目前腾讯云在云基础设施建设上稳居 Top 2, 随着产业互联

网的不断推进，云及服务业务将有望再造一个腾讯，参照 AWS 估值（15 倍 PS），腾讯云中长期价值将有望达到千亿美元量级。

（二）心动公司

公司属于稀缺的平台型游戏公司，在传统渠道话语权不断削弱，游戏分发渠道日益泛化的当下，公司迎来最好的发展机遇，Taptap 具备成为手游版 Steam 这样的社交+分发平台的巨大潜力。

图表 91 Taptap 营收情况



资料来源：Wind，华创证券

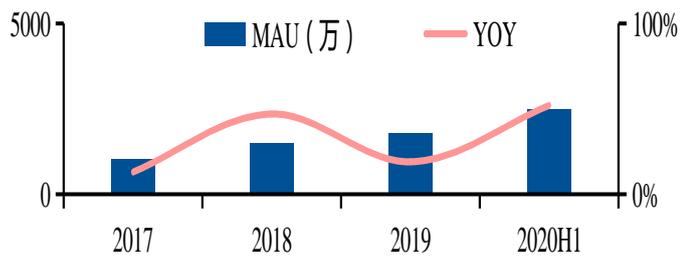
Taptap 模式的优势：
对内容方：Taptap 采用的是广告模式变现，广告主通过实时竞价系统竞价，不收取分发平台费，发行方不需要支付 30%-50% 的渠道分成。由此能够给予内容方更大的营销自由度，同时其评分和推荐体系也对优质内容方更有利。
对玩家：打通了绑定账号与社交关系。游戏账号的绑定，让平台不再只是一个下载游戏的工具——玩家们在下载游戏后还会保留 TAPTAP 作为与好友沟通的桥梁，为用户提供社交于互动场景；能够有效提高用户的留存。

引流方式：目前采用的“买量+捆绑平台”的引流方式，依靠心动网络自研及代理游戏吸引大部分流量，其发展路径与 Steam 高度相似。引流的规模在于独占游戏能够吸引多少用户，因此独占爆款游戏、大 DAU 游戏是未来引流的重要来源。

变现方式：平台变现以广告为主，安卓系统的 TapTap 平台目前只有一个广告位，位于编辑推荐的正下方，形式多样化的潜力巨大

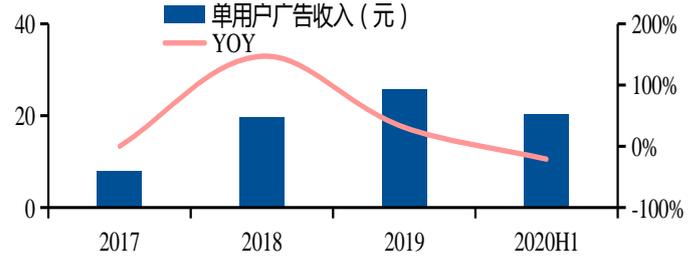
TAPTAP 活跃度持续提升，进一步向社区转型。平台游戏下载次数 2020H1 近 2.2 亿次，同比增长 26.4%。平台内新增发帖 340 万，同比增长 143%；2020H1，Taptap 月均 MAU 达 2480 万，同比上升 51.9%，较 2019 年年均 MAU1790 万增长 38.5%

图表 92 Taptap Mau 情况



资料来源：公司年报。华创证券

图表 93 Taptap 单用户广告收入



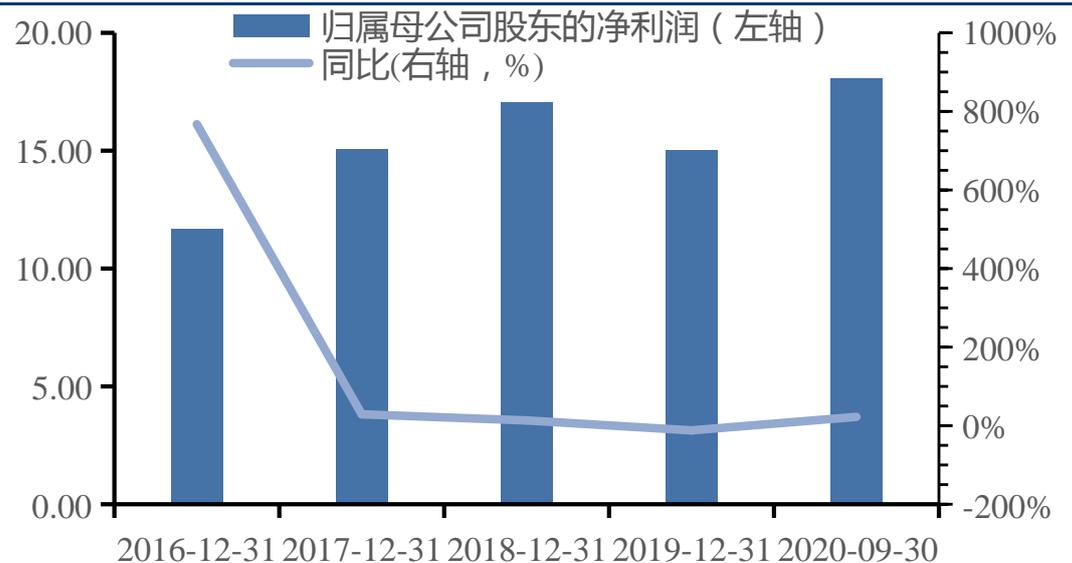
资料来源：公司年报，华创证券

(三) 完美世界

基本面: 公司 Q3 单季归母净利润 5.36 亿元 (YOY+17.74%), Q1-Q3 实现归母净利润 17.57 亿元 (YOY+22%); 预计全年归母净利润 24 亿元左右, 主要由游戏贡献。20H1 公司在手游 MMORPG 市场中占有 22.5% 份额, 业绩基本盘较稳定。

短期看: 公司自研自发自和长线化能力持续得到验证, 21 年产品线丰富保障业绩。中长期看: 我们预计, 公司 MMO 优势保持+研发能力突出+品类逐步突破。

图表 94 完美世界归母净利润情况



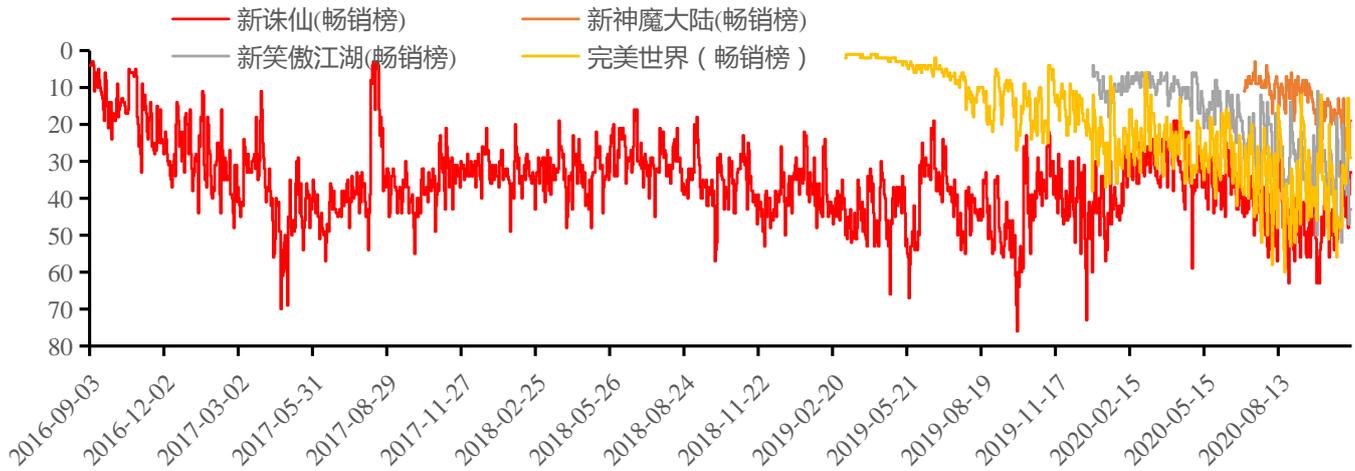
资料来源: Wind, 华创证券

亮点 1: 从第三方发行到自研自发自最大利润, 目前自研自发的两大: 《新笑傲江湖》和《新神魔大陆》。结合第三方数据跟财报来看利润回收情况优秀, 公司品效合一的买量策略得到验证。

亮点 2: 行业精品游戏需求增加, 技术实力尤为重要。完美在引擎上面是行业处于领先地位; 技术中台的保障下公司在定制引擎与虚幻 4 引擎上都有较强技术实力; 随着玩家高品质内容需求提升, 技术实力未来有望成为差异化竞争力。

亮点 3: 21 年的排期上半年有《梦幻新诛仙》(有版号) 和《战神遗迹》(有版号) 这种优势 MMO 稳业绩基本盘。之后品类突破作品如《一拳超人》、《幻塔》和《仙剑奇侠传》IP 的手游; 产品线比较丰富, 商业化能力有保障。

图表 95 完美世界主要游戏畅销榜情况



资料来源：七麦数据，华创证券

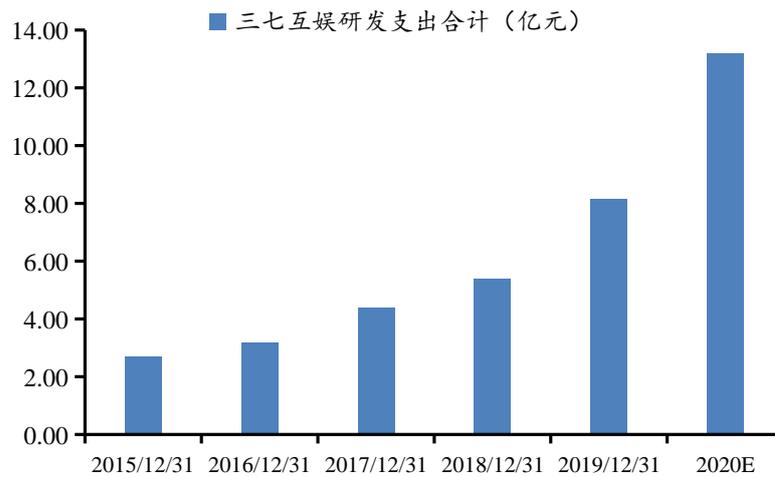
(四) 三七互娱

基本面：中国第三大移动游戏发行商，公司 2020Q1-Q3 实现营收 112.89 亿元 (YOY+18.09%)；实现归母净利润 22.60 亿元 (YOY+45.27%)。预计全年归母净利润 28 亿元左右。公司 Q3 增速有所下滑，预计是因为下半年缺少新品推出导致的短期下滑，随着产品线复苏将会重回高增长。**短期看：**公司买量的比较优势依旧+优势品类的工业化能力持续稳住基本盘。**中长期看：**以《斗罗 3D》为例的品类横向突破+出海战略不断推进。

亮点 1：公司将买量经验系统化：外部投放借“量子”智能化投放提升效率和精准度；内部运营借“天机”系统预测 LTV 更加精准的调整运营与投放节奏，同时助力精细化运营，沉淀大 R 用户为公司长期贡献利润。

亮点 2：公司近几年不断加码研发，为变革铺平道路。三七当前 pipeline 变得更加多元化；从国内市场布局看：公司在保留 ARPG 优势的情况下推动整体品类横向突破。从海外市场布局看：公司针对不同地区进行差异化战略，其中欧美市场主攻玩法为 SLG 和 SRPG(slg+rpg)，亚洲市场主攻玩法为 MMORPG+二次元+SLG+卡牌。

图表 96 三七研发支出合计



资料来源: Wind, 华创证券

图表 97 三七品类突破方向

从相似品类开始突破, 走向买量竞争更小的市场

品类	RPG	SLG	卡牌	模拟类	二次元与女性向
游戏	《末日沙城》(传奇类) 《云上城之歌》(MMO) 《荣耀大天使》(奇迹类) 《代号GC》(MMO)	《最强王者》 《代号SLG》	《斗罗3D》(IP向) 《王牌高校》	《代号: 人生》	《浮生绘妖卷》 《一千克拉女王》
特性	传统优势品类内部突破 传奇类 → 创新MMO 社交性、用户高ARPU 买量规模第一大品类 市场规模第一大品类	游戏寿命较长 重视数值模型 社交、高ARPU 买量规模第三大 市场规模第五大	重视数值模型 操作轻量化 用户中高ARPU 买量规模第四大 市场规模第六大	全新品类尝试 重视数值模型	全新品类尝试 针对年轻用户

资料来源: 华创证券整理

(五) 分众传媒

分众传媒主业包括楼宇媒体广告和影院银幕广告, 其中楼宇媒体(占比 80%以上)为市场绝对龙头。

亮点 1: 站在当前时点, 我们认为业绩层面随着国内疫情逐渐好转, 楼宇广告市场自 2020 年 Q2 开始回暖, 预计未来广告市场持续回暖。成本端, 竞争格局层面竞争对手新潮传媒受疫情影响处境更加艰难, 现金流亦承受较大压力, 疫情导致广告主预算向头部集中, 龙头分众所处竞争格局得到较大改善。

亮点 2: 中长期: 我们认为生活圈媒体作为有效的品牌广告载体, 在多种投放媒介中具有稀缺性, 广告主挖掘空间大。

图表 98 公司利润表拆分

项目	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3
营业收入	2,960	4,150	3,767	3,675	2,611	3,106	3,189	3,230	1,938	2,672	3,265
YOY	22.3%	28.9%	21.9%	11.9%	-11.8%	-25.2%	-15.3%	-12.1%	-25.8%	-14.0%	2.4%
营业成本	919	1,085	1,342	1,571	1,657	1,658	1,668	1,667	1,211	1,056	964
YOY	17.2%	25.8%	73.6%	83.3%	80.2%	52.9%	24.3%	6.1%	-26.9%	-36.3%	-42.2%
营业税金及附加	101	117	94	120	80	92	53	57	36	-10	14
占收入%	3.4%	2.8%	2.5%	3.3%	3.1%	3.0%	1.7%	1.8%	1.9%	-0.4%	0.4%
销售费用	518	678	501	634	486	571	579	620	368	515	573
占收入%	17.5%	16.3%	13.3%	17.3%	18.6%	18.4%	18.2%	19.2%	19.0%	19.3%	17.5%
管理费用	138	155	108	90	131	138	128	180	120	243	125
占收入%	4.7%	3.7%	2.9%	2.5%	5.0%	4.4%	4.0%	5.6%	6.2%	9.1%	3.8%
研发费用			40	109	48	32	40	27	33	19	22
占收入%			1.1%	3.0%	1.8%	1.0%	1.3%	0.9%	1.7%	0.7%	0.7%
财务费用	-28	-28	-25	-13	-1	-4	-16	1	-11	-16	-48
占收入%	-1.0%	-0.7%	-0.7%	-0.4%	0.0%	-0.1%	-0.5%	0.0%	-0.6%	-0.6%	-1.5%
归母净利润	1207	2140	1463	1013	340	438	582	515	38	786	1379
yoy	9.1%	50.0%	5.7%	-51.5%	-71.8%	-79.5%	-60.2%	-49.2%	-88.9%	79.5%	136.8%
扣非净利润	1068	1751	1380	827	116	266	497	403	-24	647	1308
yoy	39.5%	30.4%	6.7%	-43.0%	-89.2%	-84.8%	-64.0%	-51.3%	-120.9%	142.7%	163.2%

资料来源: Wind, 华创证券

(六) 天下秀

公司的业务主要分成新媒体广告交易系统和新媒体营销客户代理。新媒体营销客户代理业务是驱动整体营收高增长的“火车头”，2016~2019年的复合增速达89%（19年占整体营收比重达到86%）；新媒体广告交易系统业务占比逐渐降低，19年增速由正转负。我们认为公司所处的KOL营销行业的高增长红利及公司在行业中的龙头地位是公司高成长的保障，预计未来三年业绩有望保持50%以上高增长。

(七) 芒果超媒

亮点1: 季风计划: 将推出10部短剧+4部S级综艺在湖南卫视和芒果TV联动播出
政策层面: 是国内首次真正实现内容的媒体融合（传统媒体湖南卫视&新媒体平台芒果TV播出），计划吸引了一众知名导演编剧，标杆意义深远。
收入层面: 芒果TV顶级内容首次反向输出卫视，广告可覆盖的媒体资源和用户群体扩大，为广告收入创造新增量（芒果TV具有内容的出品+播出+广告招商权，从以往芒果TV单平台招商→芒果TV+湖南卫视周一~周三晚间资源联合招商）。
内容破圈: 10部精品短剧题材突破青春甜宠等年轻女性题材，聚焦现实主义和悬疑动作等类型，破圈意义重大。

亮点2: 小芒电商

从产品形态看: 首屏类似视频版的“小红书”：分为“发现”“关注”两大板块。内容

定位偏小资潮流，预计与芒果 TV “年轻女性”定位较为一致。次屏为“商城”界面，类似京东模式：所售商品均为小芒自营，目前以第三方品牌商品居多，商品调性偏精致小资。

从用户运营策略看：目前“百名艺人入驻”（张亮、官鸿、张大大等芒果合作艺人居多，但尚缺少顶流）预计可在前期迅速扩充平台的内容创作资源，预计 12.31 正式官宣后，公司将联动湖南卫视和芒果 TV 的资源为小芒持续导流。

长期如何看待芒果的电商布局？在广告、付费、游戏、电商四大变现模式中，电商门槛最高，但变现效率也最高。尽管芒果超媒在历史上缺乏电商业务相关人才和供应链的积累，但我们仍坚定看好以内容擅长的芒果超媒向用户交易数据、供应链等更深的商业闭环探索，这也正是如抖音、快手等内容公司打开长期盈利空间的必经之路。

图表 99 小芒电商 APP 产品界面展示

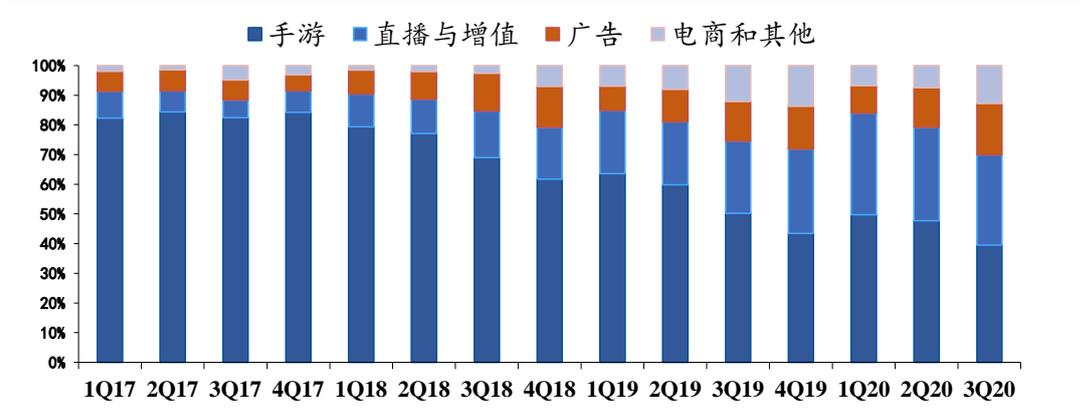


资料来源：小芒 app 截图，华创证券

(八) 哔哩哔哩

公司作为年轻世代最主流、规模最大的在线娱乐社区，近年来用户规模和营收规模持续保持高速增长，其 MAU 在五年间从 1200 万迅速增长到两亿左右。B 站作为中视屏领域的龙头，具有极高的内容生态和社区文化壁垒。我们认为随着 Z 世代消费者的进一步成长和社区内容边界的不断扩张，公司用户规模和变现能力仍有很大的提升空间。

图表 100 B 站营收结构



资料来源：Wind，华创证券

亮点 1: 收入结构趋于平衡, 多元商业化能力不断提升。截至 20Q3, 公司游戏、直播及 VAS、广告收入占比分别为 40%、30%、17%, 收入机构日趋健康多元。我们预计随着 B 站对年轻用户的价值日益被广大广告主所认知, B 站的广告营销业务将成为 B 站不断成长的新动能。

亮点 2: 维持社区氛围的同时内容边际仍在不断突破, B 站破圈仍在进行时。自 2019 年起 B 站明显加快了自身内容多元化的步伐, 在保持自身传统领域 PUGV 活跃创作氛围的同时, 不断丰富自身内容, 通过入股欢喜传媒、推行自制综艺等方式发力 OGV, 已经形成了通过优质 OGV 内容拉新、通过 PUGV 内容生态完成留存的用户增长体系。

六、风险提示

疫情增加不确定性, 传媒、教育政策监管趋严, 业绩预告发布部分公司表现不及预期, 游戏版号限制。

传媒组团队介绍

组长，首席研究员：刘欣

先后于中金公司（2015-2016）、海通证券（2016-2019）、民生证券（2019-2020）从事 TMT 行业研究工作。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。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	副总经理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	段佳音	资深销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	官逸超	资深销售经理	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	资深销售经理	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	吴俊	高级销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
私募销售组	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-20572500
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572522