

互联网传媒

2021年度策略：高景气赛道关注龙头，超额价值来自格局变化

作者：

分析师 文浩 SAC执业证书编号：S1110516050002

分析师 张爽 SAC执业证书编号：S1110517070004

分析师 冯翠婷 SAC执业证书编号：S1110517090001

分析师 周奕纯 SAC执业证书编号：S1110519070005

分析师 蓝全 SAC执业证书编号：S1110520090001



行业评级：强于大市（维持评级）
上次评级：强于大市

摘要

疫情后数字经济继续快速发展，新增网民数近十年最高，但随着疫情21年结束，新增网民红利预计减弱。随着马太效应持续，有竞争力头部公司，更容易在存量市场、下沉和年轻市场新增市场获得超额增长。因而在2021年继续看好头部公司（尤其互联网领域）。外部因素中重点关注5G中国推进进度，以及国家提出的反垄断，可能会对竞争格局产生影响。

从整体格局看，BAT与新流量巨头字节跳动合计占移动互联网72%的用户时长，广告、游戏等主要细分行业头部集中度提升，同时巨头之间竞争持续，字节跳动系强势进击。**短视频行业**用户数及使用时长不断上涨，成为互联网流量新高地；龙头集中度提升，抖音快手稳居头部地位竞争优势明显；受疫情推动**电商**渗透率创历史新高。

对于内容产业及线下娱乐，在经历2020年又一轮调整后，对于估值低位的A股优质标的并不悲观，2021年的超额收益来自行业边际改善及业绩修复拐点，以及可能的估值修复机会，我们对于细分赛道龙头持续推荐逻辑不变。

其中，**游戏板块**，随着各大公司游戏上线周期的变化，11月下旬买量压力放缓，后续关注重要产品预期及兑现情况，基本面决定分化；**营销板块**，疫情影响已逐步消减，宏观经济状况明显转晴，广告投放线上化趋势加速，Q4消费旺季及21年整体经济形势恢复可期催化行业增量；**长视频板块**，行业整体趋于存量竞争，平台更加需要依靠内容吸引力获得更多市场份额，关注各大视频网站明年内容布局，ARPU提升节奏、衍生生态拓展以及板块格局变化；同时关注内容价值提升下龙头制作公司；**电影板块**，疫情重击后，21年行业有望逐步复苏，同时行业寒冬带来龙头集中度优势提升；**潮玩板块**，疫情下的出口及需求增长的内销都有较大增长空间。

风险提示：疫情不可控因素；政策监管风险；宏观环境变化；公司业绩不达预期等。

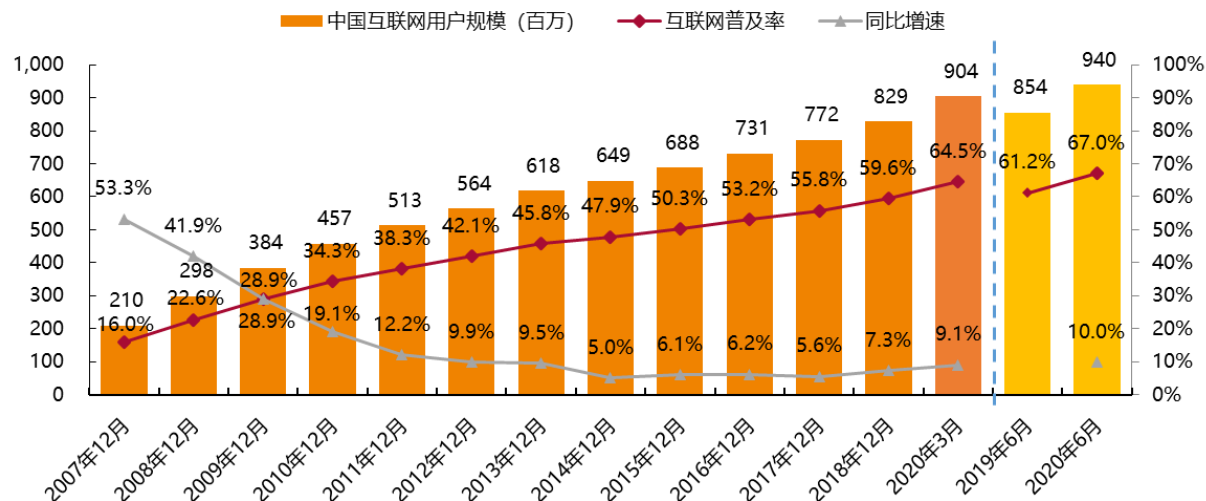
目录

1. 互联网：数字化浪潮涌动，互联网经济加速发展
2. 短视频：流量新高地，龙头优势明显，商业化提速打开业绩空间
3. 电商：疫情加速革新，行业烽火再起
4. 游戏：格局变化新机遇，龙头底部蓄势待发
5. 营销：新消费崛起创造需求，紧抓能够破圈的质优渠道龙头
6. 长视频：存量竞争下，内容价值提升，变现探索并行
7. 电影：行业进入景气恢复周期，供给被动出清龙头优势提升
8. 阅读：新模式引巨头入局，行业变革孕育新机会
9. 玩具：国内需求扩张，龙头崛起，市场广阔
10. 投资建议

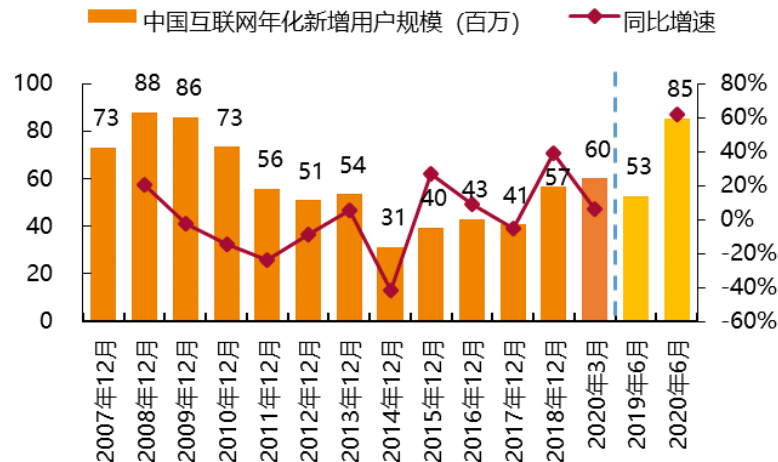
1.1. 互联网普及率加速提升, 网民规模达9.4亿, 新增网民近十年最高

- **疫情后线上经济继续快速发展, 互联网普及率加速提升。**截至2020年6月, 中国互联网用户规模达到9.4亿, 同比增长10.0%, 相较2020年3月增长4.0%, 互联网普及率达到67.0%, 同比提升5.8个百分点(提升幅度大于截至20年3月的五个季度提升4.9个百分点), 相较20年3月提升2.5个百分点。从新增用户来看, 截至2020年6月的年化12个月新增互联网用户约为8,500万, 为近十年最高。对比美国约87%的互联网渗透率, 我们认为中国互联网普及率仍有提升空间。
- **移动互联网接近全面普及, 基本贡献了所有新增网民。**截至2020年6月, 手机上网使用率已达到99.2%, 移动互联网用户规模达9.3亿, 年化新增移动互联网用户超过8,500万, 基本贡献了所有新增网民。

中国互联网用户规模、同比增速及互联网普及率



新增互联网用户规模及同比增速

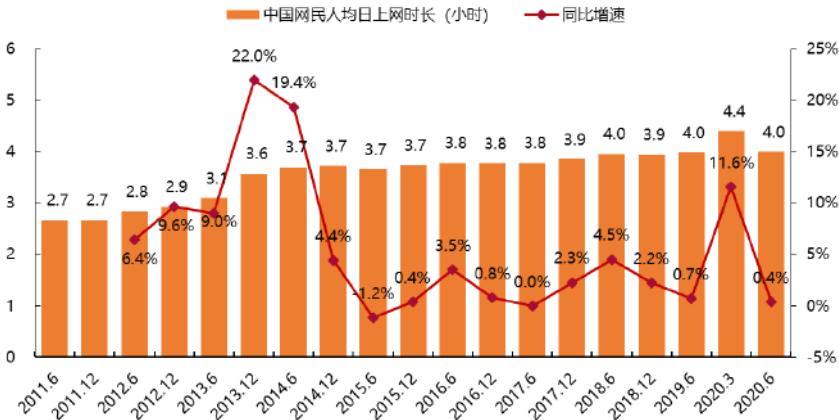


来源: CNNIC, 天风证券研究所

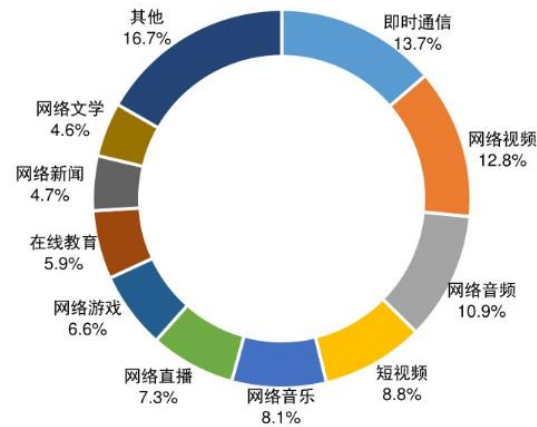
注: CNNIC报告未公布2019年12月数据, 披露的为2020年3月数据; 新增用户为年化12个月的净增用户数, 2020年3月数据已相应调整为年化数据。

1.2. 用户时长：人均日上网时长4小时，视频内容消费时长占移动互联网的29%，短视频是用户时长增长的主要驱动力

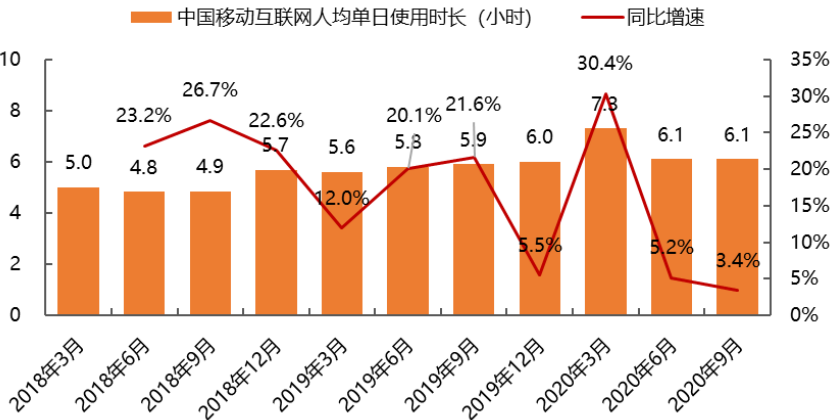
互联网用户人均单日时长4.0小时



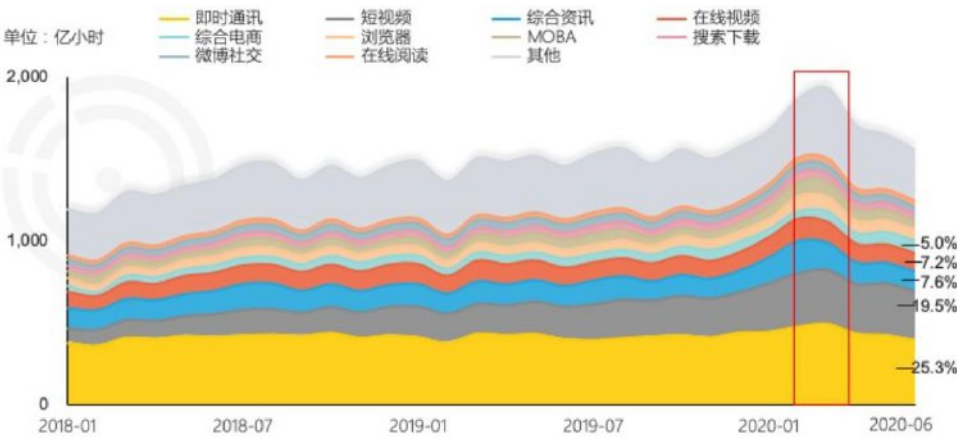
视频内容消费时长占移动互联网的约29%



移动互联网人均单日时长6.1小时



短视频占移动互联网时长份额提升至19.5%

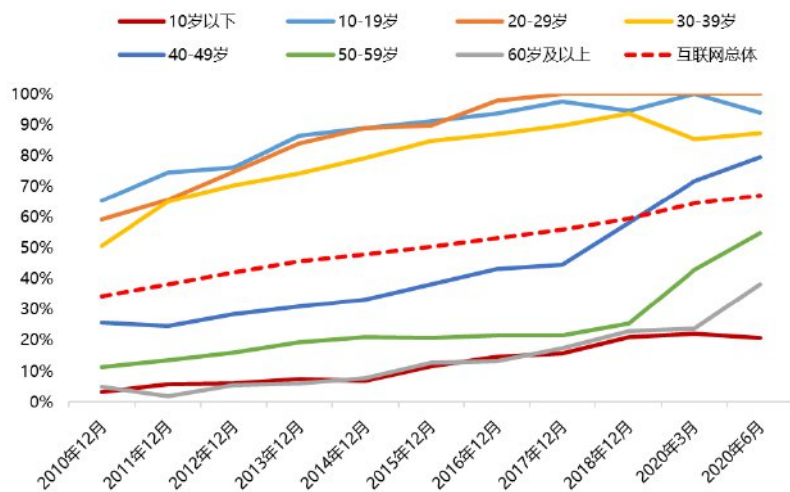


来源：CNNIC，中国电信，QuestMobile，天风证券研究所

1.3. 用户结构：10-39岁已充分渗透, 中老年人群是新增网民来源

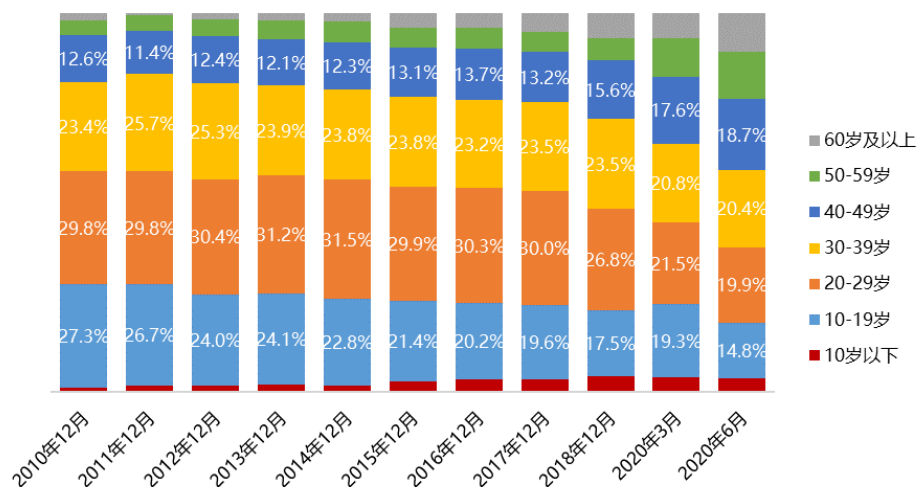
- 分年龄段看，90/00后网生一代和80后已实现互联网的高度渗透，60/70后为代表的中老年人群是新增网民的来源。截至2020年6月，20-29岁人群和10-19岁人群的互联网渗透率均超过90%，30-39岁人群的渗透率达到87.1%，亦面临饱和的压力；另一方面，50-59岁人群和60岁以上人群为代表的中老年人群互联网渗透率明显提升，同比分别提升27个百分点和14个百分点，40岁以上人群的年化新增互联网用户达到1.26亿，是新增网民的来源。
- 从互联网用户年龄结构来看，10-39岁之间的互联网核心用户层（即00/90/80后）截至2020年6月占总体互联网用户的55.1%，自2012年起占比持续下降；而40岁以上（以70/60后为代表）的中老年用户占比逐步攀升，2019年6月首次超过30%，2020年6月进一步提升至41.5%。

中国分年龄段人口互联网渗透率



来源：CNNIC，天风证券研究所

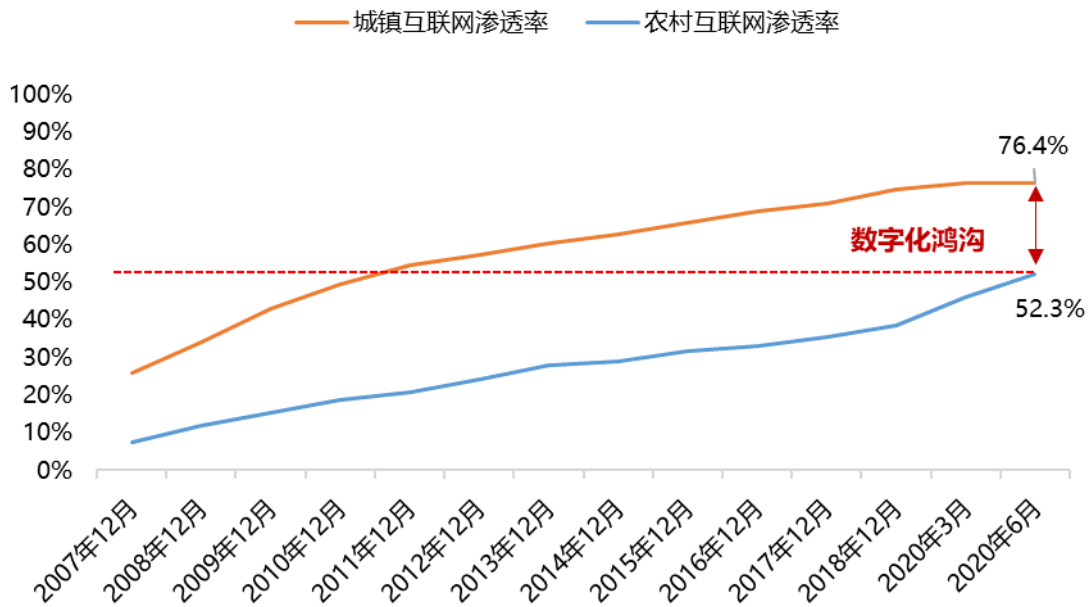
互联网用户年龄结构



1.4. 城乡分化：数字化鸿沟收窄，农村贡献71%的新增网民

- **城乡数字化鸿沟逐渐收窄，农村渗透率快速提升贡献超71%的新增网民。** 2020年6月中国城镇互联网渗透率达到76.4%，与2020年3月基本持平，接近美国2011-2012年水平；受益于网络覆盖工程和网络扶贫的深入推进，**农村互联网渗透率快速提升并首次超过50%**，达到52.3%，相较2020年3月提升6.1个百分点，农村网民规模增长至2.86亿，年化新增农村网民超过6,000万，贡献71.4%的整体新增网民。目前农村仍有2.6亿未触网人口，互联网普及率尚低于城镇2011年的水平，有望继续驱动整体网民增长。
- 从城乡互联网渗透率差来看，**2020年6月城镇与农村的互联网渗透率差距缩小至24.1个百分点，为2010年以来首次缩小到30个百分点以内**，渗透率差相较2020年3月进一步缩小6.2个百分点。

中国城镇与农村互联网渗透率对比

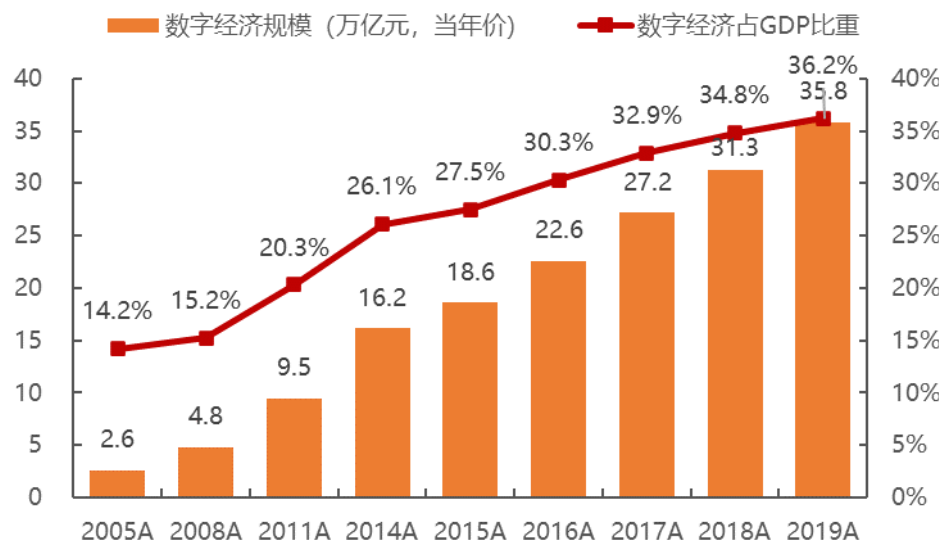


来源：CNNIC，天风证券研究所

1.5. 数字经济：产业数字化浪潮驱动中国数字经济快速增长

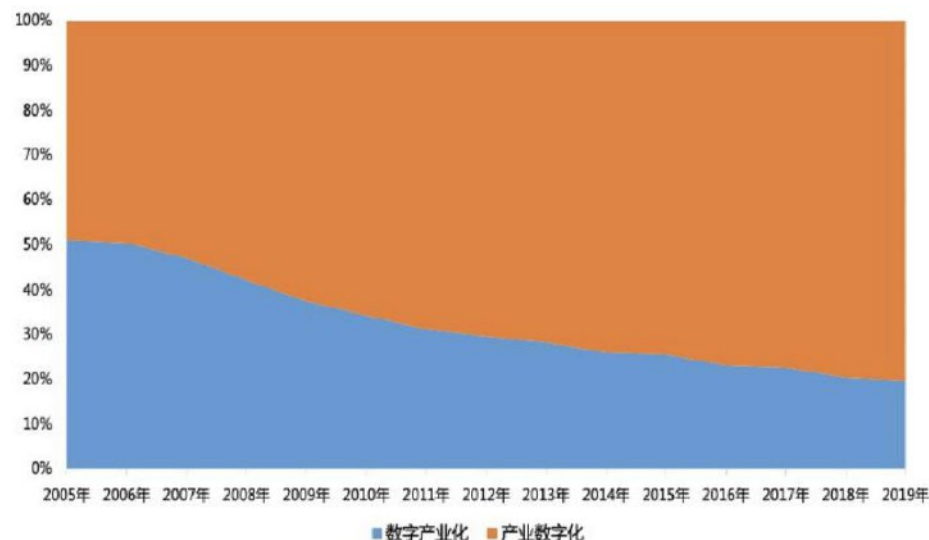
- **产业数字化浪潮驱动中国数字经济快速增长，2019年数字经济贡献中国GDP的36.2%。**数字经济主要包括数字产业化（即信息通信产业，具体包括电信、软件、互联网等行业）和产业数字化（传统产业与数字技术相结合带来新增产出）。2019年中国数字经济增加值规模达到35.8万亿元，相较2005年增长12.7倍，复合年均增长率达到20.6%，占GDP的比重从14.2%稳步提升至36.2%。
- 从数字经济结构来看，产业数字化已成为数字经济增长的主引擎。2019年产业数字化增加值规模达到28.8万亿元，同比名义增长16.8%，占数字经济的比重由2005年的49.1%提升至80.2%，占GDP的比重达到29.0%。

中国数字经济规模及占GDP比重



来源：中国信通院，天风证券研究所

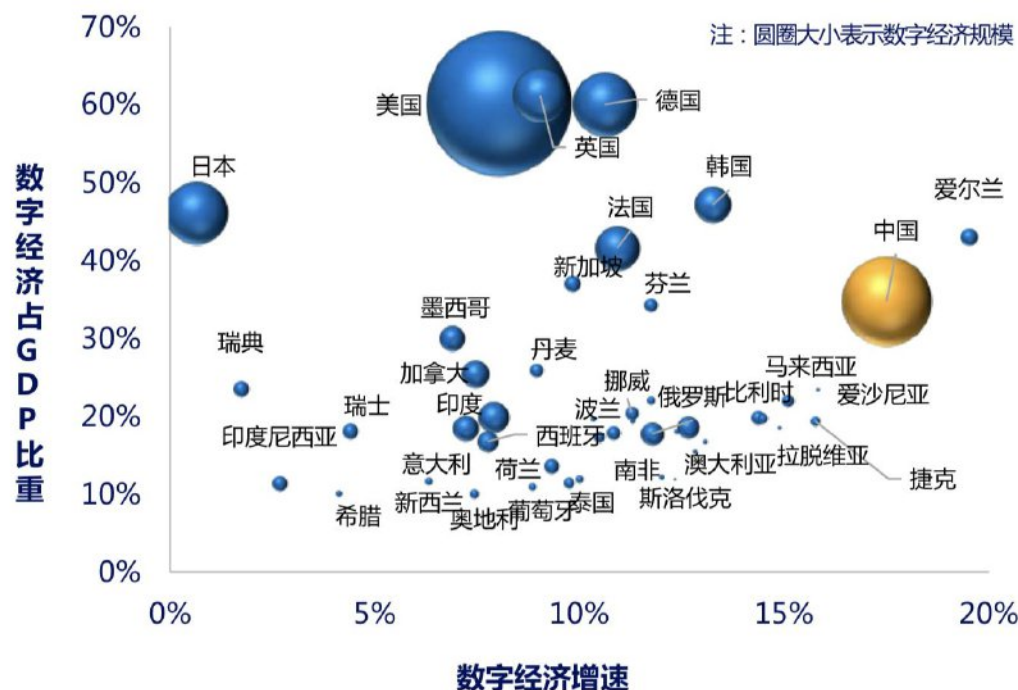
中国数字经济结构：产业数字化与数字产业化



1.5. 中国已是全球第二大数字经济体，且渗透率仍有较大提升空间

- **中国数字经济体量已是全球第二，渗透率相较发达国家仍有较大提升空间。**根据中国信通院的统计数据，2018年中国数字经济的绝对体量仅次于美国，是全球第二大数字经济体，且仍维持较快的增速水平；从数字经济占GDP比重的角度来看，中国数字经济发展程度尚低于全球主要国家的平均水平，目前中国数字经济渗透率相较2018年的世界平均水平低4.1个百分点，相较高收入国家低10.3个百分点，相比美国则低超过20个百分点，仍有较大的发展空间。

2018年全球各国数字经济规模及渗透率



2018年全球及不同收入组别国家的数字经济占GDP比重

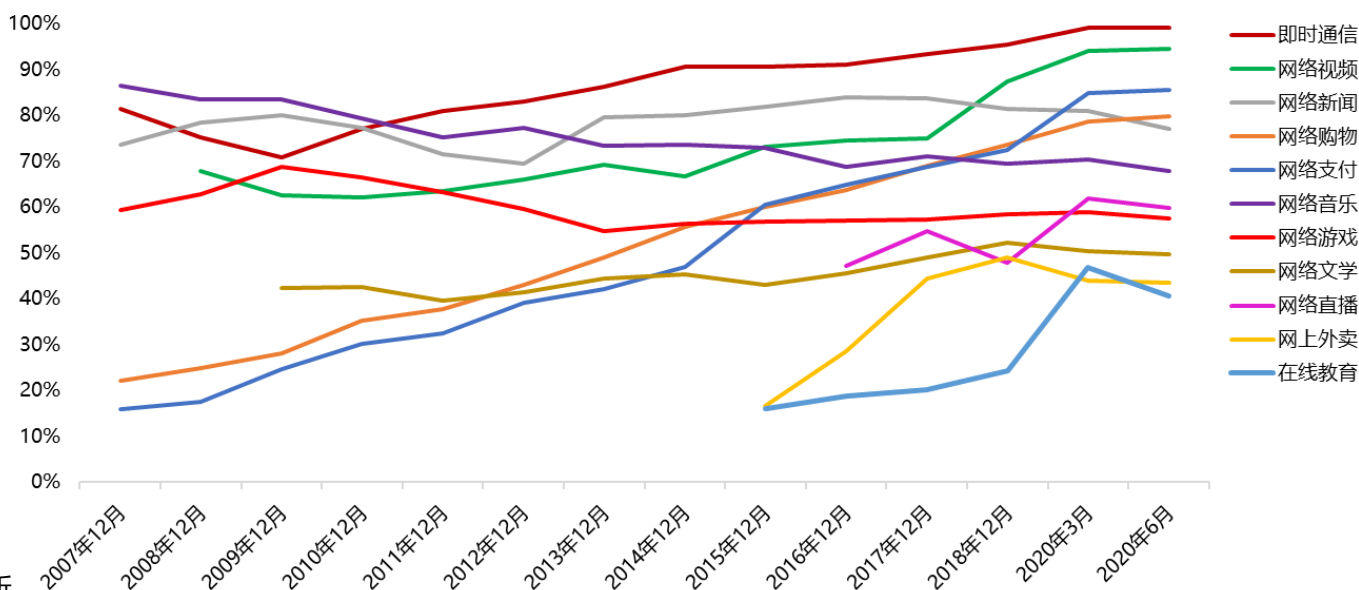


来源：中国信通院（基于全球47个国家的情况），天风证券研究所

1.6. 细分领域：教育、支付和直播是渗透率提升最快的三类应用

- 即时通信、网络视频和网络支付是截至2020年上半年网民使用率最高的三项应用，分别达到99.0%、94.5%和85.7%。三类应用的典型产品代表分别是微信、抖音和支付宝。
- 渗透率提升最快的三类应用是在线教育、网络支付和网络直播，2020年6月分别同比提升13.3百分点、11.6百分点和9.1百分点，同时视频和网购的渗透率亦较快提升，分别提升5.7百分点和5.0百分点。值得注意的是，网购、支付和视频是疫情后渗透率仍继续提升的三类主要应用。其中，网络视频受短视频强劲增长所驱动，2018年起持续超越搜索引擎和网络新闻成为Top2热门应用；直播受益于疫情加速用户行为和商家经营向线上化转型，成为线下娱乐、消费场景线上化迁移的重要工具，用户渗透率提升明显。

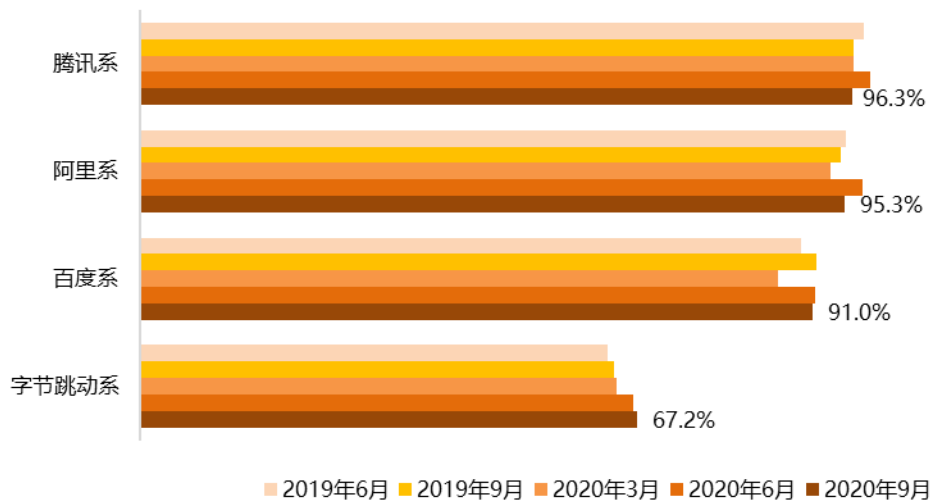
互联网主要细分领域用户渗透率对比



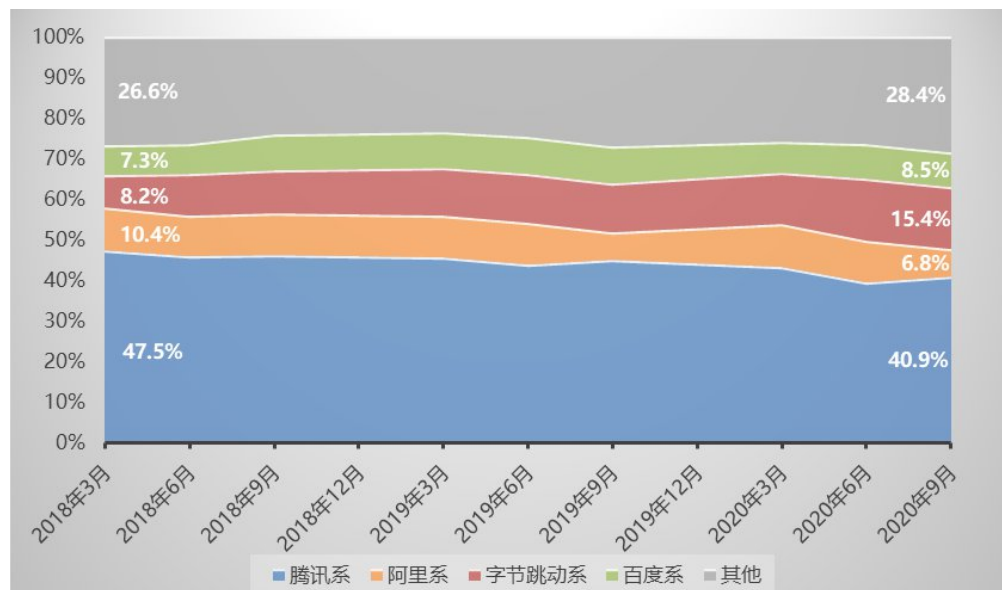
来源：CNNIC，天风证券研究所

1.7. 流量格局：马太效应持续，BAT&B合计占据72%的移动互联网用户时长

中国互联网巨头用户渗透率



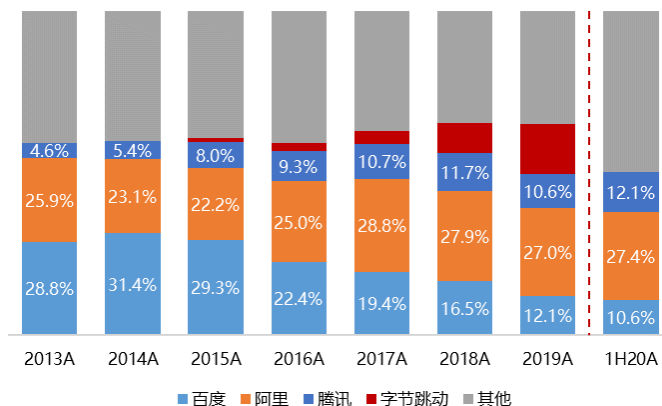
中国互联网巨头移动时长份额



来源：QuestMobile，天风证券研究所

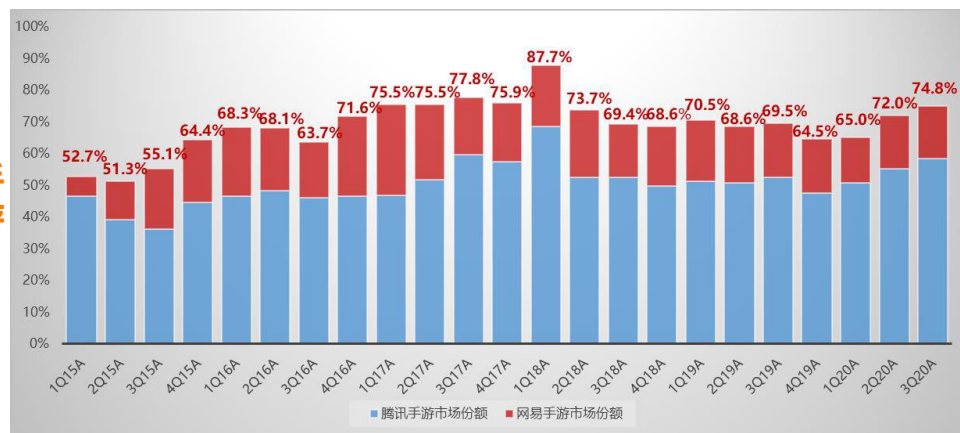
1.8. 细分市场格局：头部集中度持续提升

广告市场：BAT&B基于流量优势占据超65%份额



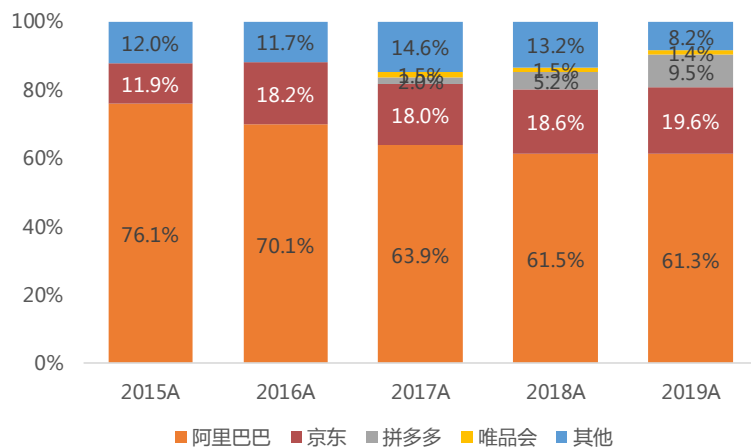
广告

游戏市场：腾讯网易两家独大，手游CR2升至75%



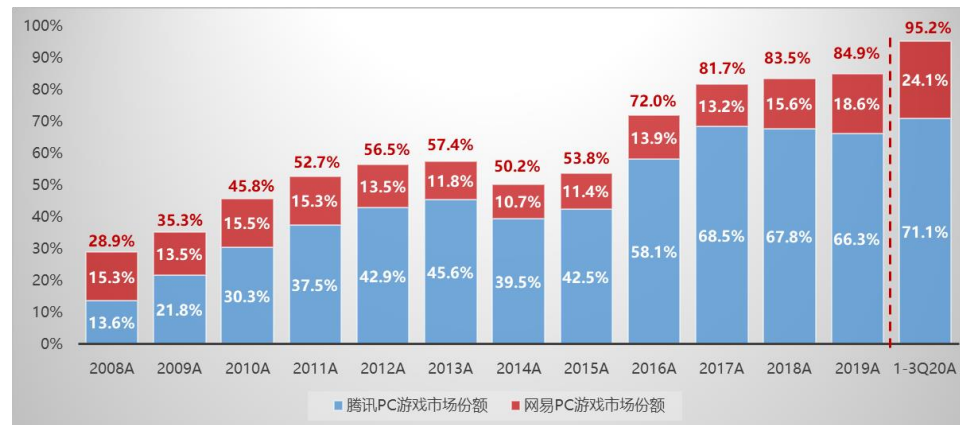
手游

电商市场：CR3超过90%，京东&拼多多份额提升至29%



电商

端游 + 页游



来源：公司公告，艾瑞咨询，游戏工委，伽马数据，国家统计局，天风证券研究所

1.9. 板块观点和重点标的

互联网：

- 疫情后数字经济继续快速发展，互联网普及率加速提升，网民规模达到9.4亿，且新增网民数近十年最高，中老年人群和农村是主要增量来源。互联网行业的马太效应持续，BAT与新流量巨头字节跳动合计占移动互联网72%的用户时长，广告、游戏等主要细分行业头部集中度提升，同时巨头之间竞争持续，字节跳动系强势进击，关注相关细分行业格局变化。
- 互联网娱乐标的上，关注流量龙头【腾讯控股】，互联网用户与时长份额稳居第一，短期游戏提供业绩支撑，全球化与重磅产品打开增长空间，金融科技、广告中台化、微信生态商业化提供中长期增长驱动力，云等企业服务挖掘产业互联网长期价值。
- 关注游戏行业龙头【网易】，多元创新叠加长线运营构筑游戏业务竞争力，海外成为重要增长引擎，未来游戏产品储备丰富；云音乐作为基于年轻圈层和原创音乐人的社区具备长期价值，商业化价值逐步体现；有道受益在线教育快速发展有望成为中长期重要增长点。
- 关注受益于Z世代崛起的【哔哩哔哩】，从二次元起家发展为年轻人文化社区，基于PUGV为核心的多元内容生态与社区壁垒，持续出圈打开用户天花板，目前月活跃用户近2亿，在中视频赛道竞争优势突出。在腾讯、阿里和索尼等巨头加持下，未来有望成为中国YouTube+Disney，变现潜力可期。

互联网行业核心公司估值

证券简称	总市值（亿元）	2020E净利润 （亿元）	2021E净利润 （亿元）	20E同比增速	21E同比增速	2020PE	2021PE
腾讯控股	45317	1232.05	1569.63	30.58%	27.40%	36.78	28.87
网易	3928	162.62	187.02	3.83%	15.00%	24.16	21.01
哔哩哔哩	1679	-26.58	-16.07	-	-	-63.16	-104.45

来源：Wind，Bloomberg，天风证券研究所；基于彭博一致预期，净利润为调整后归母净利润口径；数据截至2020年12月15日收盘

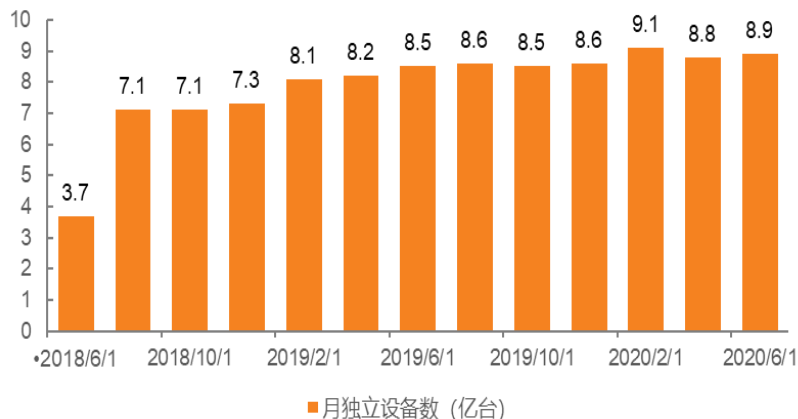
目录

1. 互联网：数字化浪潮涌动，互联网经济加速发展
2. 短视频：流量新高地，龙头优势明显，商业化提速打开业绩空间
3. 电商：疫情加速革新，行业烽火再起
4. 游戏：格局变化新机遇，龙头底部蓄势发
5. 营销：新消费崛起创造需求，紧抓能够破圈的质优渠道龙头
6. 长视频：存量竞争下，内容价值提升，变现探索并行
7. 电影：行业进入景气恢复周期，供给被动出清龙头优势提升
8. 阅读：新模式引巨头入局，行业变革孕育新机会
9. 玩具：国内需求扩张，龙头崛起，市场广阔
10. 投资建议

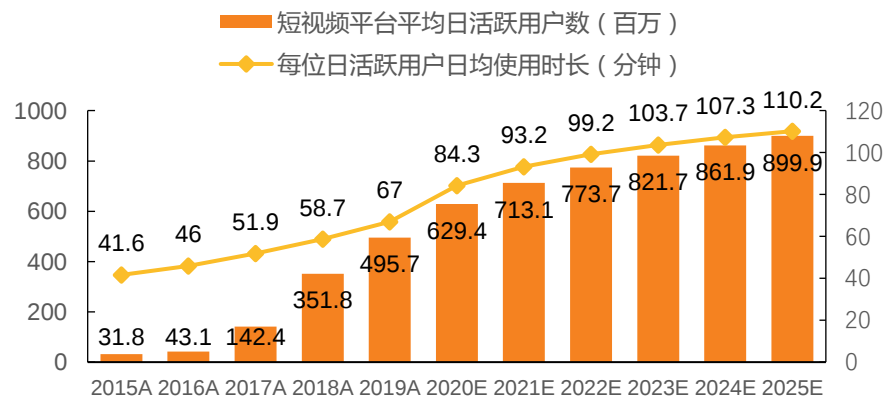
2.1. 短视频—规模：渗透率持续上涨，用户规模不断扩张

- **行业渗透率持续增长，用户规模不断扩张。**2018年6月-2020年6月，短视频行业月总独立设备数从3.7亿台上升至8.9亿台，渗透率由51.6%上升至65.8%。
- **用户日活跃用户数及日均使用时长不断上涨，日活跃用户数年复合增长率达98.6%，日均使用时长从41分钟上升至67分钟。**随着4G网络及智能手机的普及带来网络传输速度加快，短视频应运而生。2015年-2019年短视频平台日活用户数从3180万上升至4.96亿人，年复合增长率达98.6%，日均使用时长从41分钟上升至67分钟。

短视频行业月总独立设备数



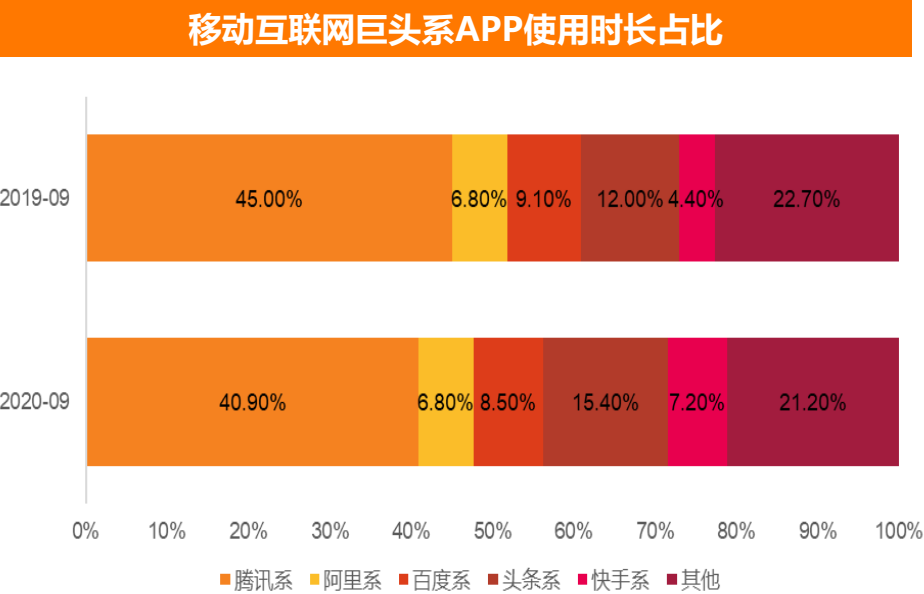
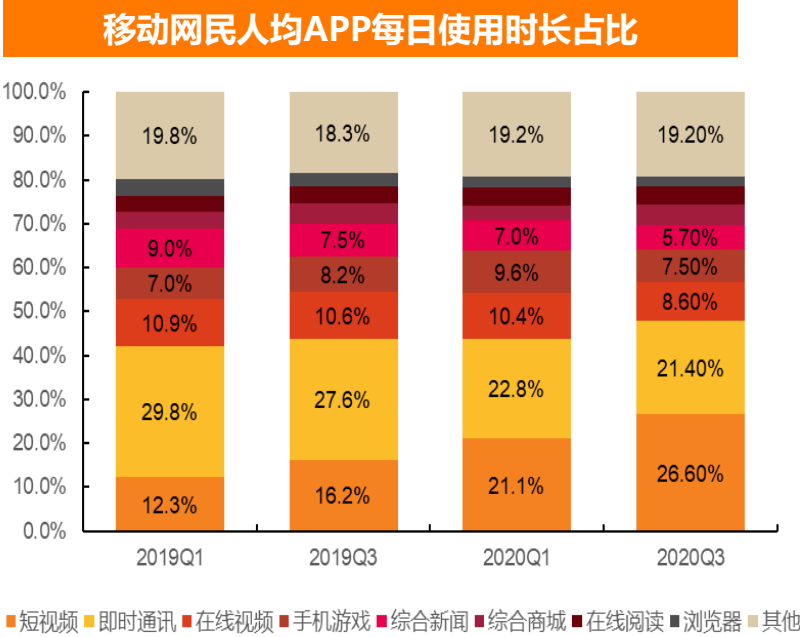
短视频用户规模



资料来源：快手招股说明书，艾瑞咨询，天风证券研究所

2.1.短视频—时长：短视频成为用户日使用时长占比最高应用

- **用户粘性逐渐增强，短视频成为用户日使用市场占比最高应用。** 2019年-2020年Q3，短视频人均使用时长占比逐渐提高，用户人均每日使用短视频类APP时长提升至26.6%，超过即时通讯类APP，成为用户时长占比最高应用。
- **短视频使用时长上升带动头条系与快手系使用时长占比提升。** 相比2019年9月，头条系使用时长占比同比上升3.4pct至15.4pct，快手系使用时长占比同比提升2.8pct至7.2%。

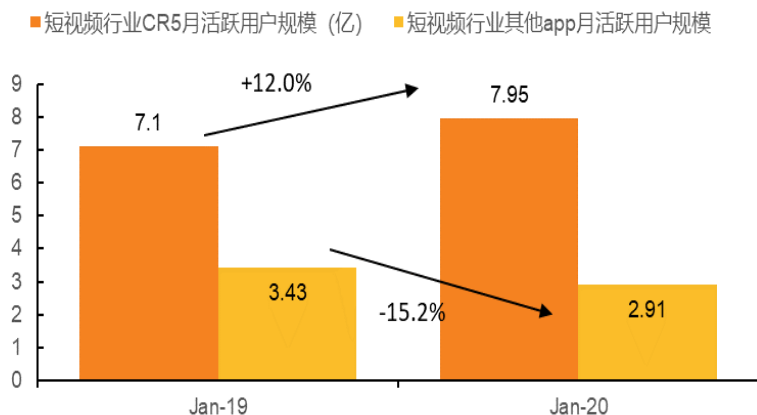


资料来源：极光大数据，Questmobile，天风证券研究所

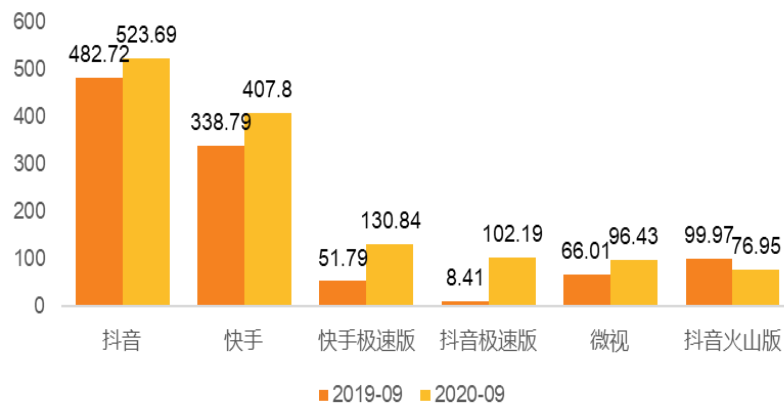
2.2.短视频—竞争：头部集中度提升，抖音快手稳居头部地位

- 短视频行业头部集中趋势明显，CR5月活跃用户规模提升12%至7.95亿人，行业其他APP月活跃用户规模受到挤压，同比降低15.2%。
- 快手抖音双头部平台竞争优势显著，用户规模远超其他短视频平台。
- 截至2020年9月，抖音月活跃用户数超5亿，快手超4亿，稳居头部地位，与其他平台比具有较为明显的优势。其次为快手与头条系的极速版产品，快手极速版月活跃用户数1.3亿，抖音极速版1.0亿。

短视频行业头部集中效应明显



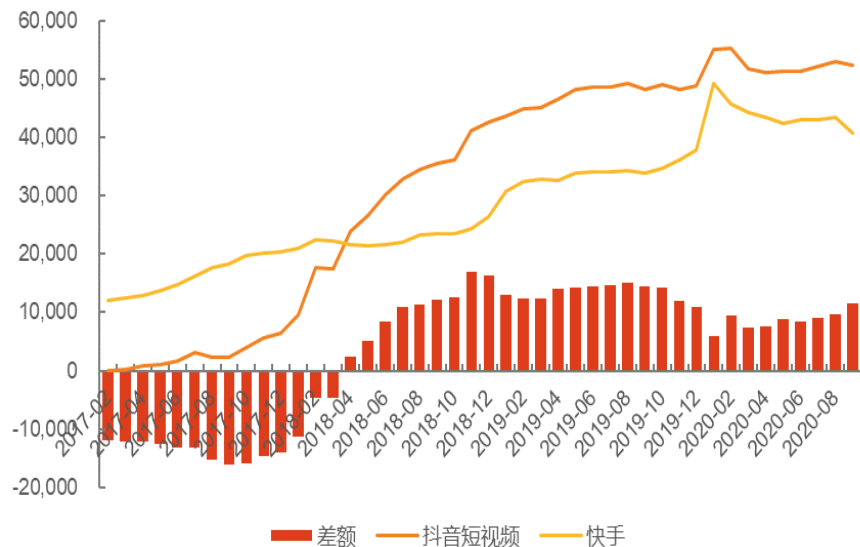
2020年9月各短视频平台月活用户规模 (单位：百万人)



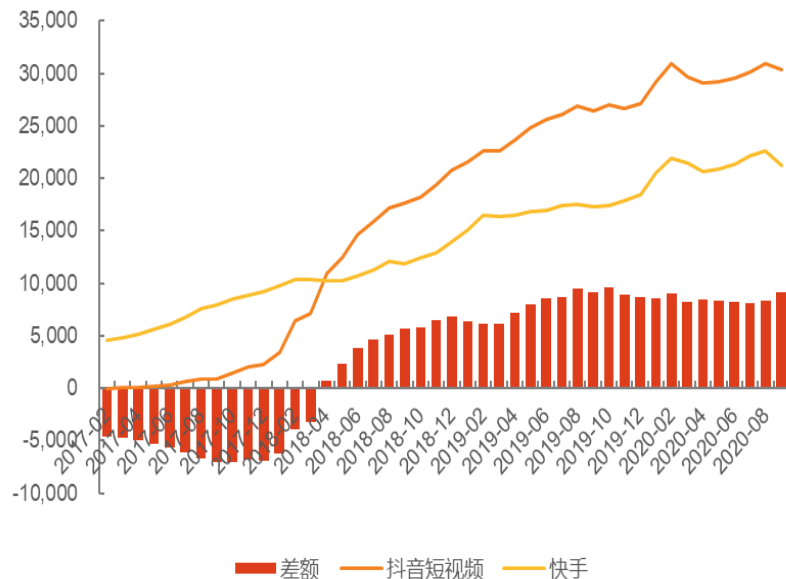
2.2.短视频一竞争：双龙头用户规模持续增长，抖音增速更快

- 抖音、快手用户规模持续增长，抖音增长曲线更为陡峭并于2018年4月实现用户规模反超。
- 快手，抖音DAU、MAU自2018年以来一路上涨，其中快手前期采取自然增长战略，用户规模平稳增长，抖音增长曲线陡峭，并在2018年4月反超快手。2019年6月，快手改变佛系增长战略，制定2020年春节之前3亿DAU的目标，快手MAU增速有所提升。截至2020年9月，快手MAU达4.07亿，抖音达5.24亿。

抖音快手MAU对比（万人）



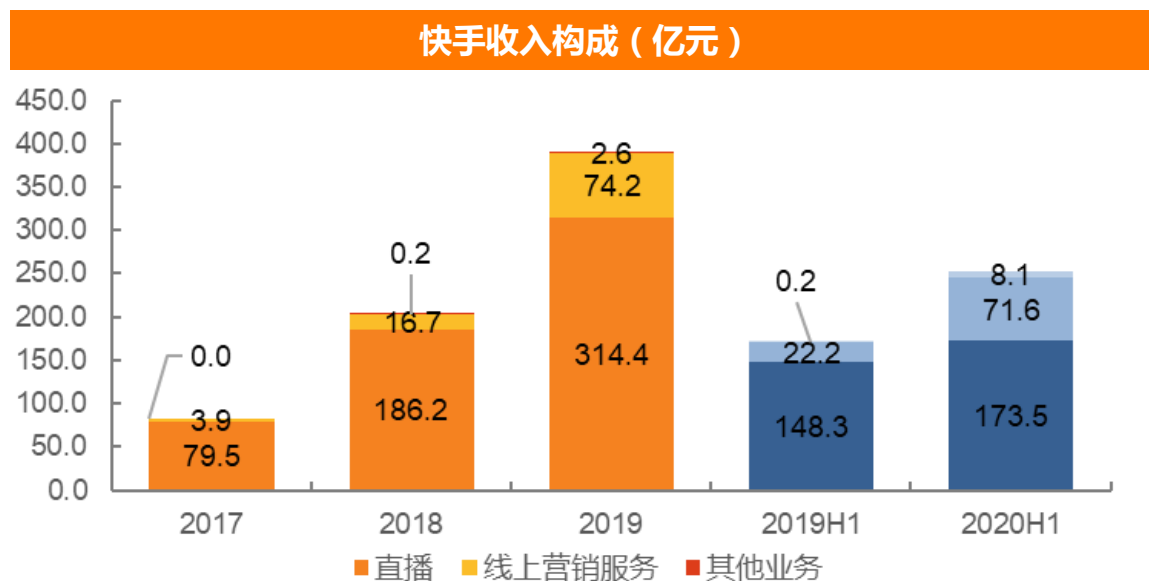
抖音快手DAU对比（万人）



资料来源：Questmobile，天风证券研究所

2.3.短视频—变现：探索直播、广告、电商等变现方式

- 根据快手招股书，直播收入是快手第一大收入来源，广告与其他收入(电商、游戏等)占比逐年上升；广告是抖音第一大收入来源
- 抖音与快手变现方式形成差异的原因在于：
- 抖音中心化分发导致平台话语权较高，B端变现能力强；而快手社区化私域流量优势显著，因此以直播为主的变现能力强。

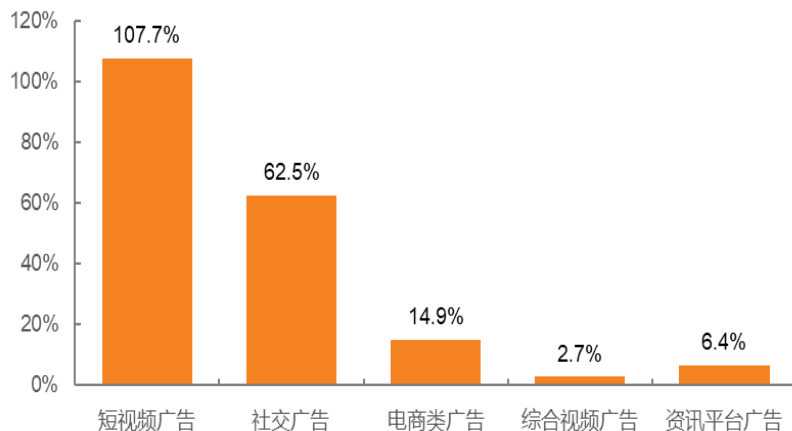


资料来源：快手招股说明书、天风证券研究所

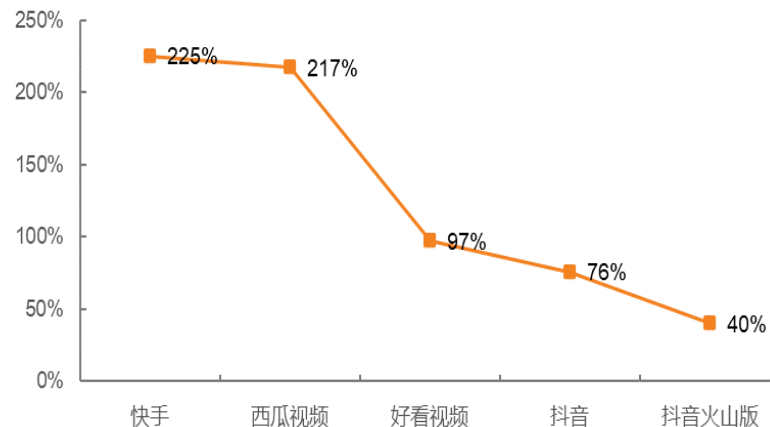
2.3.1 广告变现：短视频成流量高地，争夺主流广告媒介份额

- **短视频广告投放高速增长，同比增速超100%。**根据Questmobile数据，2020Q3短视频媒介广告投放费用同比增长107.7%，增速高于社交广告、电商广告等。
- **横向对比来看，快手广告收入增速提升迅猛，20Q3达225%，西瓜视频同比增长217%，同期抖音增长76%。**快手增速提升原因主要为：1）快手商业化进程较晚，广告收入基数更低，20年初快手改变佛系战略，重视广告商业化变现；2）快手9月改版，新增单列流模式，我们认为单列流较双列流有利于提高广告展示效率。

2020Q3细分广告投放费用同比增长率



2020Q3典型短视频媒介广告收入同比增速

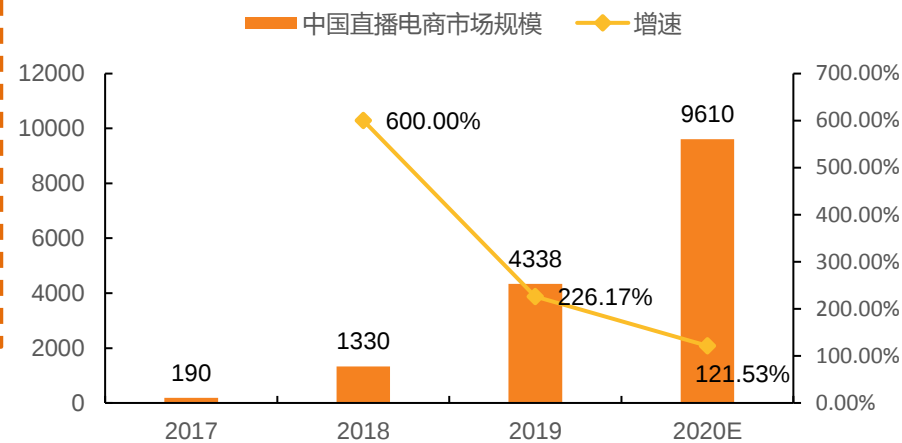


资料来源：Questmobile、天风证券研究所

2.3.2 电商变现：成长空间广阔，短视频平台带货GMV高速增长

- ▶ **直播电商高速发展，渗透率不断提升。**2019直播电商交易额达4338亿元，同比增长超200%。快手预估今年直播带货GMV将达到2500亿元，抖音预估GMV达2000亿元。
- ▶ **从商业模式来看，短视频平台通过收取技术服务费方式获取电商收入，一般按订单成交金额一定百分比收取。**

中国直播电商市场规模及预测（亿元）



快手电商抽成分佣标准

推广平台	商品佣金要求	技术服务费标准
快手小店		订单实际成交金额2%-5%
淘宝联盟	商品佣金比例≥10%	订单实际成交金额的0%
拼多多	商品佣金比例≥10%	订单实际成交金额的5%
京东	商品佣金比例≥10%	佣金部分的50%（上限为实际成交额的5%）
有赞	商品佣金比例≥10%	佣金部分的45%（上限为实际成交额的5%）
魔筷	需平台授权	实际成交额的5%

资料来源：快手电商、智研咨询、天风证券研究所

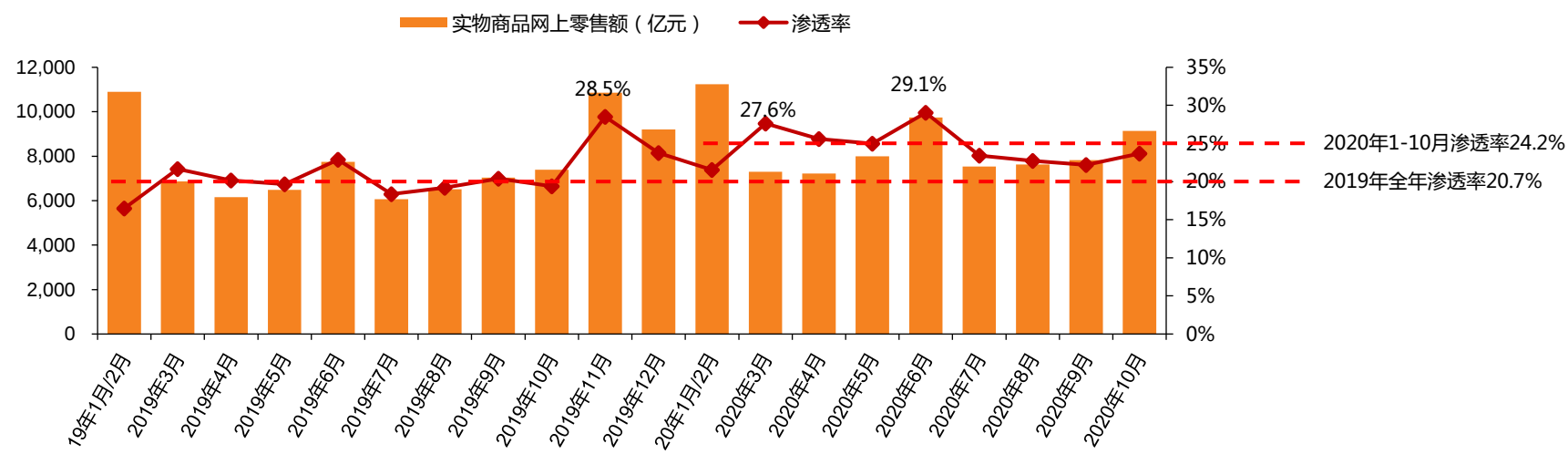
目录

1. 互联网：数字化浪潮涌动，互联网经济加速发展
2. 短视频：流量新高地，龙头优势明显，商业化提速打开业绩空间
3. 电商：疫情加速革新，行业烽火再起
4. 游戏：格局变化新机遇，龙头底部蓄势待发
5. 营销：新消费崛起创造需求，紧抓能够破圈的质优渠道龙头
6. 长视频：存量竞争下，内容价值提升，变现探索并行
7. 电影：行业进入景气恢复周期，供给被动出清龙头优势提升
8. 阅读：新模式引巨头入局，行业变革孕育新机会
9. 玩具：国内需求扩张，龙头崛起，市场广阔
10. 投资建议

3.1 电商：疫情推动渗透率创新高，行业景气度持续向上

- **2020年初疫情冲击线下经济，推动电商渗透率进一步提升。**2020年初的新冠疫情使得线下经济从2月开始基本停滞，虽然部分物流也有短期停业，但3月中旬起，国内物流已基本恢复正常，使得电商渗透率加速提升，3月实物商品网上零售额占社零总额比例达27.6%，同比提升6.0pct；6月受“618”大促进一步推动，电商渗透率达29.1%，创历史新高。

疫情推动电商渗透率创新高

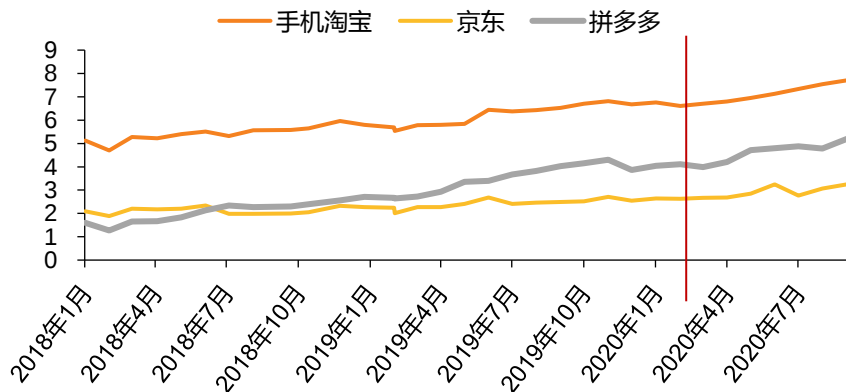


资料来源：国家统计局，天风证券研究所

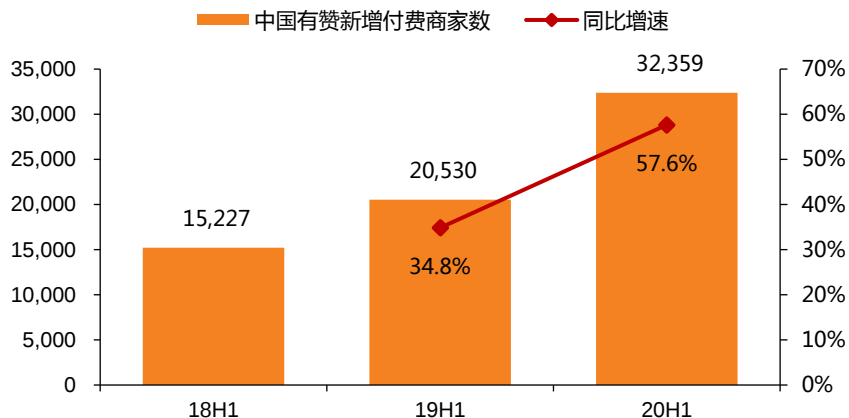
3.1 电商：疫情推动渗透率创新高，行业景气度持续向上

- **用户端**，根据Questmobile数据，截止2020年9月末手机淘宝、京东和拼多多MAU分别为7.70亿、3.24亿、5.19亿，分别相对去年末净增1.03亿、6875万和1.33亿。
- **商家端**，线下商家也在积极向线上布局，中国有赞和微盟集团为国内电商SaaS（帮助商家线上开店）服务商，20H1两家公司新增付费商户数均加速增长，其中，中国有赞20H1新增付费商户数3.24万家，相比2019年同期的2.05万家增长57.6%；微盟集团20H1新增付费商户数1.57万家，相比2019年同期的1.11万家增长41.8%。

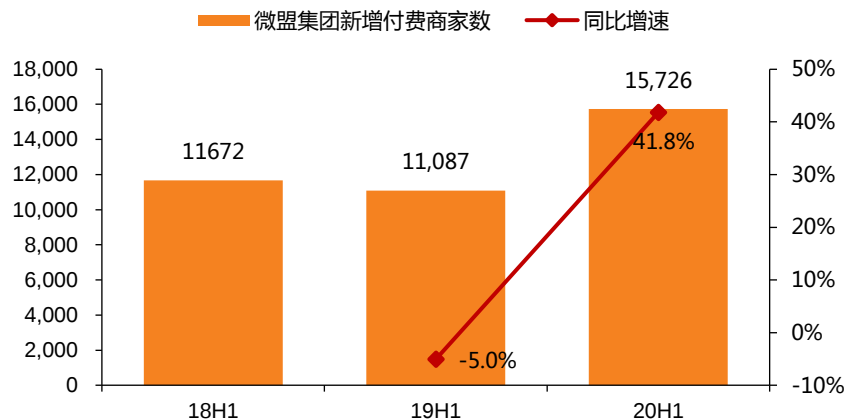
各电商平台MAU变化（亿）



中国有赞新增付费商家数（家）



微盟集团新增付费商家数（家）

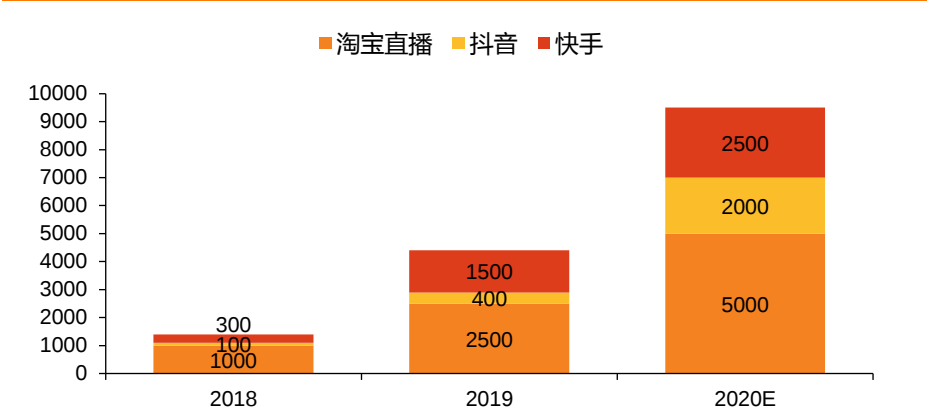


资料来源：Questmobile，中国有赞公告，微盟集团公告，天风证券研究所

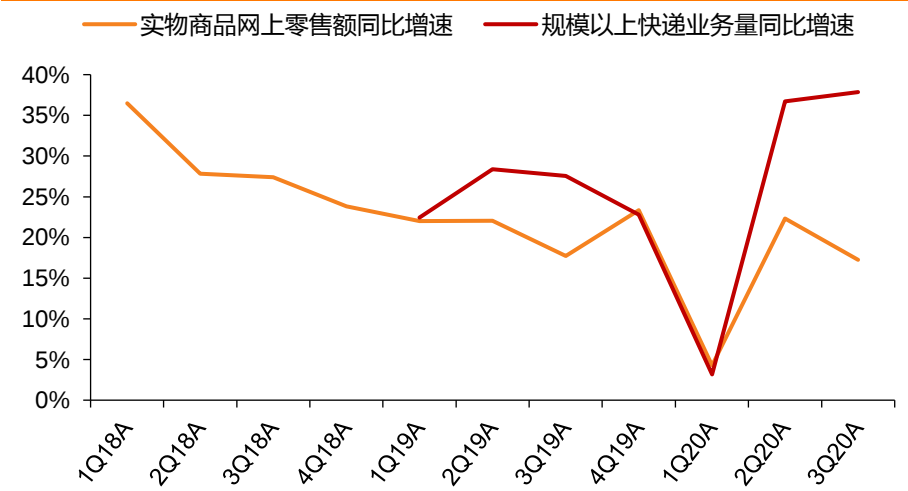
3.2 电商：直播电商如火如荼，行业单均交易额持续走低

- 直播常态化，成为商家获取增长的新动力。同时，短视频平台快手及抖音不断加码直播电商。
- 直播电商客单价相对较低，随着GMV占比增加，拉低行业客单价，同时推动快递业务量高速增长。
- ✓ 我们假设快手单月GMV约200亿，8月订单量超5亿，单均40元；
- ✓ 2019年，阿里巴巴GMV约6.6万亿，订单数约400亿单，单均165元。

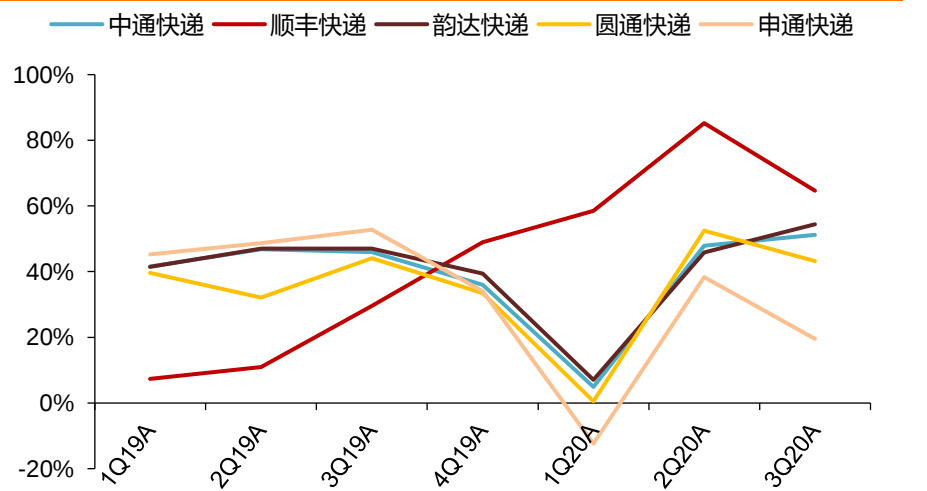
各平台直播带货GMV对比（亿元）



季度实物商品网上零售额及规模以上快递业务量同比增速对比



快递公司业务量同比增速



资料来源：网易科技，国家统计局，国家邮政局等，天风证券研究所

3.3 电商：社区团购硝烟再起，万亿市场引巨头纷纷入局

- 社区团购最早出现于2016年，品类集中于生鲜食品等，2018年开始吸引投资者关注。
- 随着同城零售基础设施（前置仓、网格点、自提点）进一步完善，同时，受疫情推动，社区团购成为2020年行业焦点，巨头均已入局。2020年1月和11月，阿里巴巴两次投资十荟团，5月滴滴成立橙心优选，7月腾讯再次跟投兴盛优选，同月，美团成立优选事业部，8月拼多多上线多多买菜，11月，京东内部正筹划名为“京东优选”的社区团购项目。

巨头入局社区团购

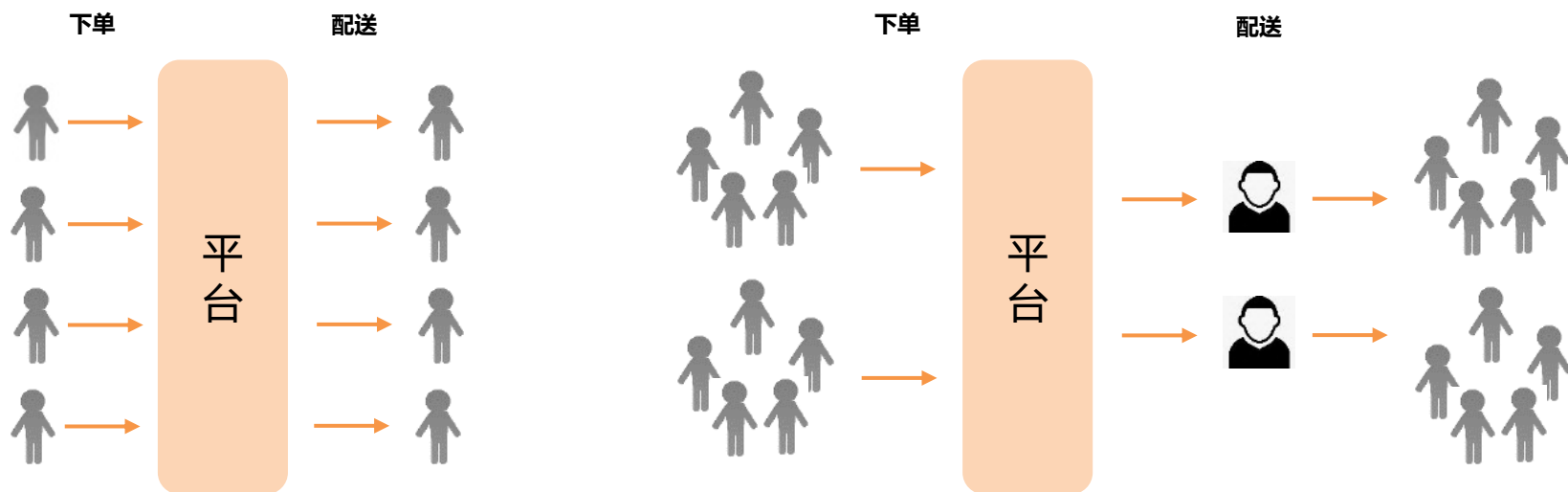


资料来源：36氪，新浪财经等，天风证券研究所

3.3 电商：社区团购硝烟再起，万亿市场引巨头纷纷入局

- 社区团购品类以生鲜为主（也有部分日用百货等），2019年国内生鲜市场超过5万亿，但电商渗透率仅6.3%，低渗透率主要受制于物流、仓储等基础设施发展。社区团购通常为用户提前一天下单，隔日自提，而平台根据用户需求产地直采，该模式有效降低采购成本和库存风险，同时用户自提又降低了配送成本。
- 主要服务区域为湖南的兴盛优选预计今年GMV400亿（且在高速增长），湖南人口占全国人口的比重为5%，简单推论全国社区团购市场空间近万亿。

传统电商下单模式和社区团购下单模式对比

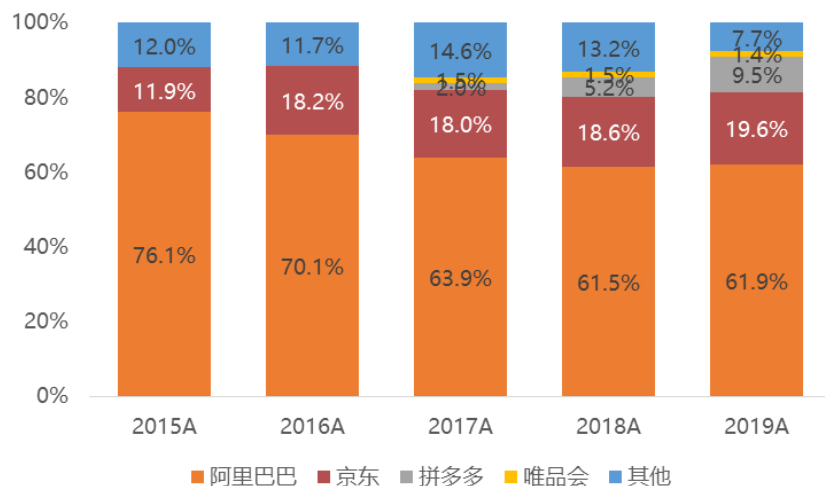


资料来源：公司公告，天风证券研究所

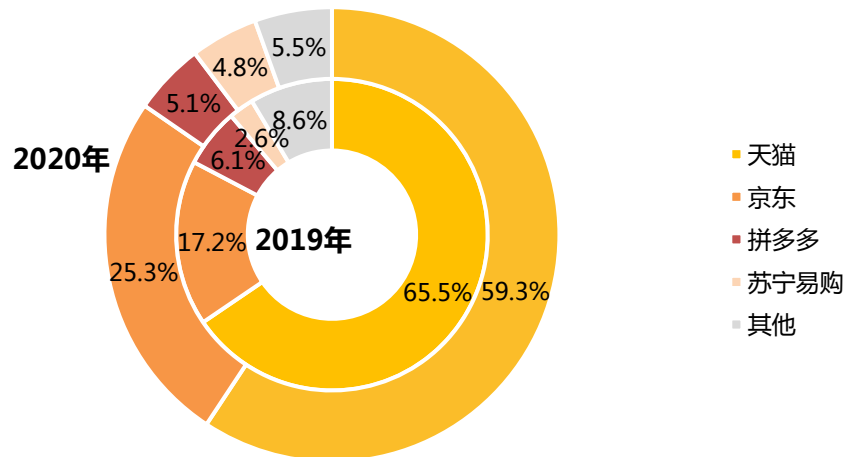
3.4 电商：拼多多用户数直逼阿里，需求分化趋势加速

- 从GMV份额看，电商行业集中度持续提升，从2020年双十一当天成交额占比看：
- ✓ CR3平台份额进一步提升0.9pct至89.7%，长尾平台份额进一步被压缩，同比降低3.1pct至5.5%；
- ✓ 京东份额明显提升，2020年份额达25.3%，同比提升8.1pct，而阿里巴巴份额下降6.2pct至59.3%，部分原因在于2019年天猫双十一仅11月11日当天，而2020年天猫双十一从11月1日持续至11月11日；
- ✓ 此外，拼多多份额基本稳定，苏宁同比提升2.2pct。

中国电商平台竞争格局



双十一期间不同平台市场份额

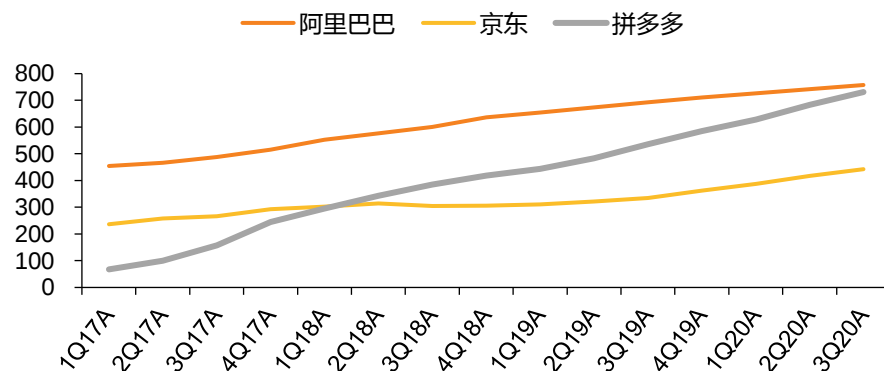


资料来源：星图数据，公司公告，天风证券研究所；注：2019年为11月11日当天份额，2020年为11.1-11.11期间份额

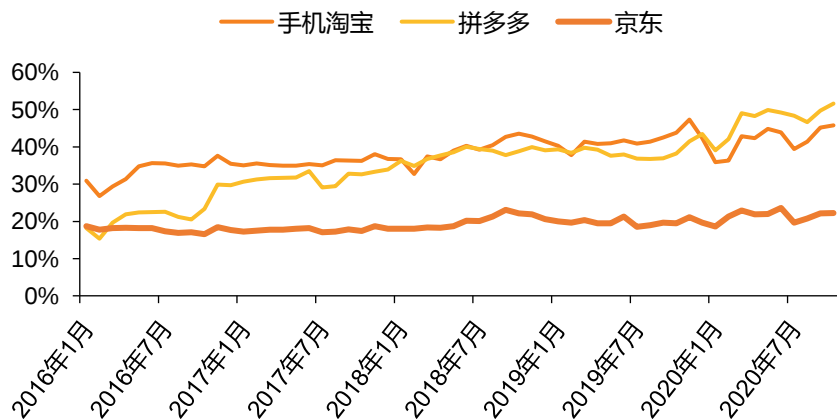
3.4 电商：拼多多用户数直逼阿里，需求分化趋势加速

- 2020年以来拼多多用户活跃度（DAU/MAU）明显提升，截止20Q3末，拼多多年化活跃买家数已达7.31亿人，和阿里巴巴7.57亿的年化活跃买家数差距缩小至2,600万，预计1-2个季度后，拼多多年化活跃买家数将超过阿里巴巴。
- 从获客成本看，随着行业用户见顶，阿里巴巴用户获取成本持续走高，而京东和拼多多受益于微信流量，获客成本维持低位稳定。

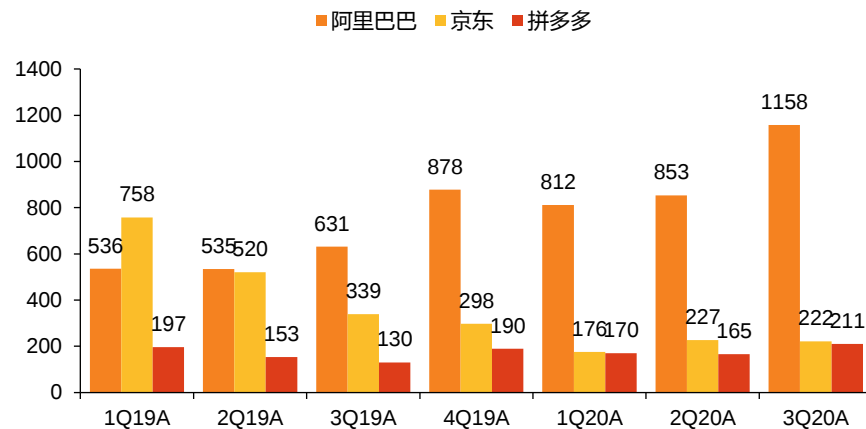
阿里巴巴、京东、拼多多年化活跃买家数（百万）



阿里巴巴、京东、拼多多用户活跃度(DAU/MAU)



阿里巴巴、京东、拼多多获客成本（销售费用/新增买家数）



资料来源：Questmobile，公司公告，天风证券研究所

3.5 电商：板块观点及标的

- 2020年受疫情推动，电商渗透率创历史新高，行业新增长点如社区团购不断涌现，板块维持较高景气度。具体标的包括中概股【京东、拼多多、阿里巴巴、唯品会】、港股【中国有赞、微盟集团】、A股【值得买】等；此外电商平台竞争有利促销和订单提升，利好物流【顺丰控股、三通一达】等。

电商行业核心公司估值

公司	交易货币	最新收盘价	总市值（百万美元）	P/E			P/S		
				FY19	FY20	FY21	FY19	FY20	FY21
阿里巴巴	USD	255	690,235	31.9	26.4	21.3	9.2	7.0	5.1
美团 - W	HKD	277	210,078	741.9	233.5	96.5	14.3	12.1	8.0
拼多多	USD	142	174,787	n.a.	n.a.	359.2	37.4	22.1	14.0
京东	USD	80	124,409	73.3	48.0	33.8	1.4	1.1	0.9
唯品会	USD	25	16,892	24.8	19.3	15.8	1.2	1.1	0.9
壹网壹创	CNY	115	2,532	n.a.	49.8	35.5	n.a.	10.3	8.3
微盟集团	HKD	12	3,357	135.3	n.a.	113.3	15.1	9.9	6.7
中国有赞	HKD	2	5,008	n.a.	n.a.	n.a.	26.9	17.6	11.3
星期六	CNY	18	2,045	73.1	52.8	25.1	5.9	4.9	3.4
宝尊电商	USD	35	2,837	35.8	27.4	20.0	2.6	2.1	1.6
值得买	CNY	94	1,280	n.a.	49.2	39.3	n.a.	9.7	7.6

资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

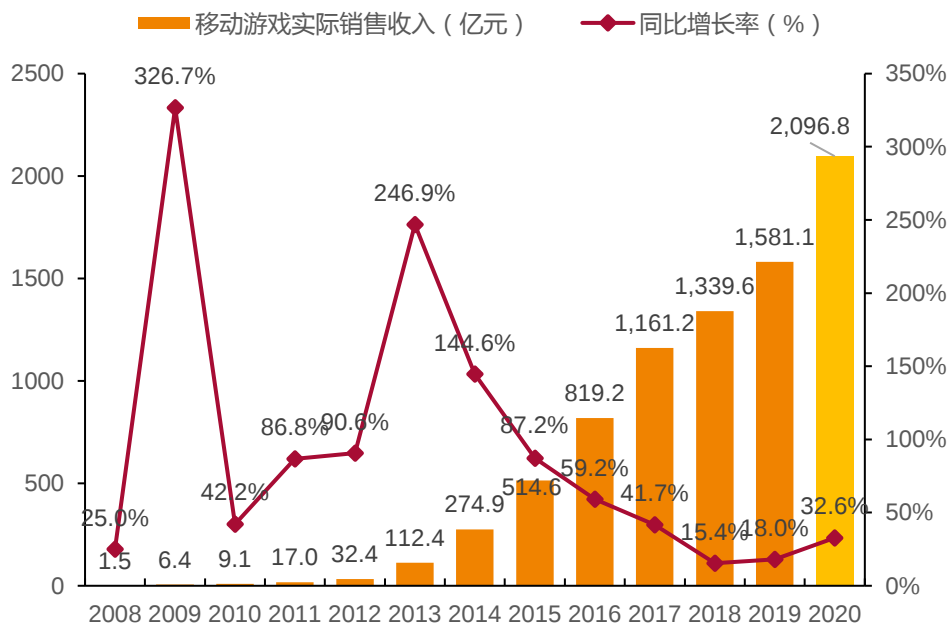
目录

1. 互联网：数字化浪潮涌动，互联网经济加速发展
2. 短视频：流量新高地，龙头优势明显，商业化提速打开业绩空间
3. 电商：疫情加速革新，行业烽火再起
- 4. 游戏：格局变化新机遇，龙头底部蓄势发**
5. 营销：新消费崛起创造需求，紧抓能够破圈的质优渠道龙头
6. 长视频：存量竞争下，内容价值提升，变现探索并行
7. 电影：行业进入景气恢复周期，供给被动出清龙头优势提升
8. 阅读：新模式引巨头入局，行业变革孕育新机会
9. 玩具：国内需求扩张，龙头崛起，市场广阔
10. 投资建议

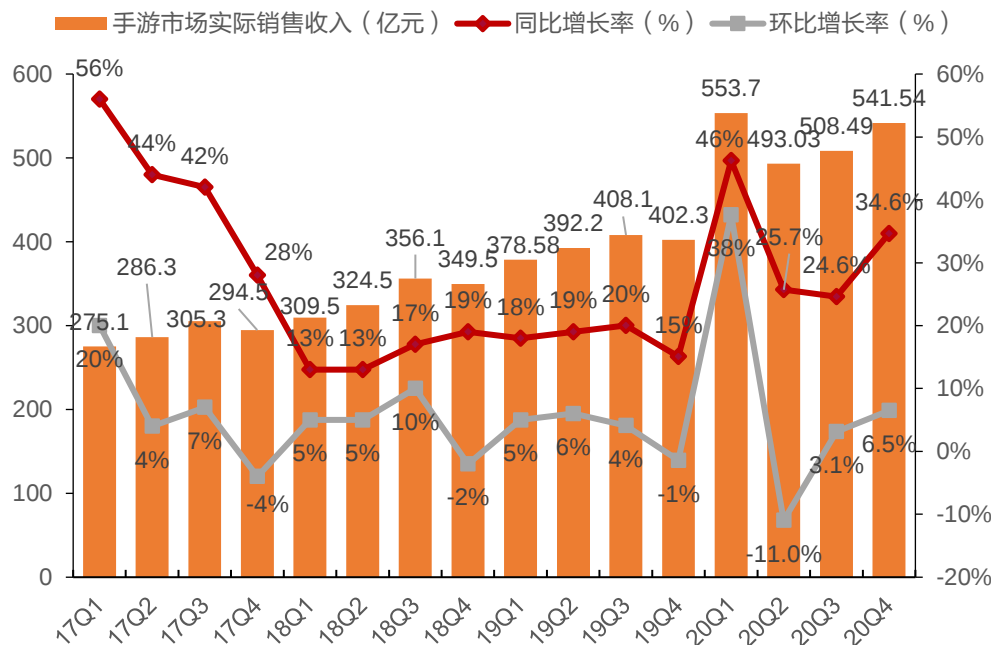
4.1.手游市场季度增长Q4相比Q3环比增长，Q4大作频出

- 2020年受疫情宅经济增长的影响，移动游戏板块全年达2096.8亿元，同比增长32.6%。
- 20Q4移动游戏实现实际销售收入541.54亿元，同比增长34.6%，环比增长6.5%，市场担心受疫情后周期影响线上经济景气度下降，我们认为21Q1移动游戏有望维持25%以上的同比增长，10月上线的《天涯明月刀》、9月下旬上线的《原神》、《万国觉醒》等预计为行业带来大额增量。市场也担心21Q1的增速压力（Q3/Q4基数已恢复正常），我们认为20Q1有疫情特殊性且当时主要以存量游戏为主，21Q1国内也有疫情担忧，加上有新游大作的增量保障，同比虽有压力（心理预期已经消化），但季度环比增长趋势有望持续。

2008-2020中国移动游戏市场规模及增速（年度）



2017Q1-2020Q4中国移动游戏市场规模及增速（季度）

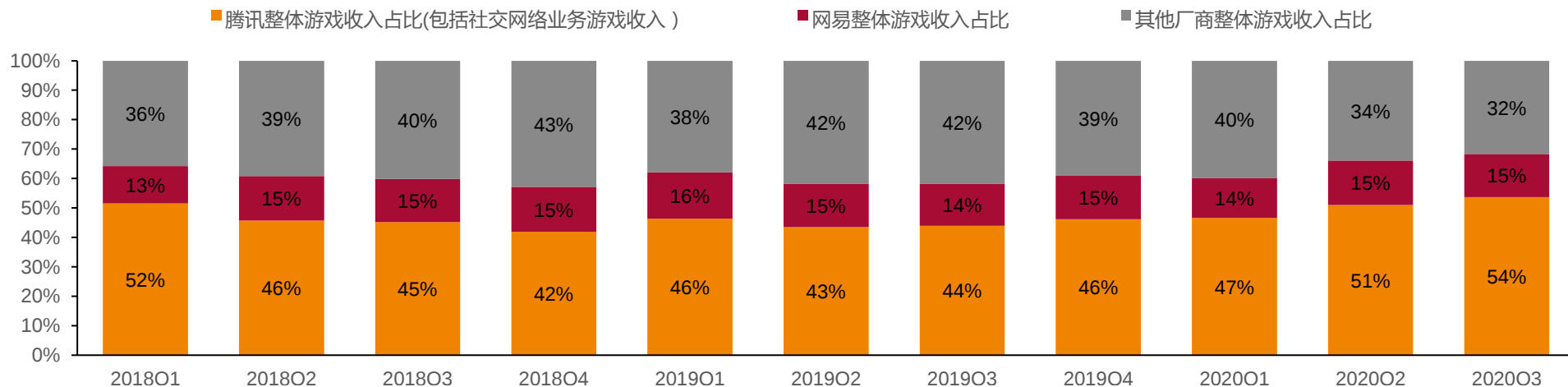


资料来源：游戏工委、天风证券研究所；注：实际销售收入指游戏内所有付费用户每年玩游戏直接花费金额的总和，即总流水

4.2.腾讯仍把持龙头地位，字节跳动已经入局，巨头竞争带来机会

- 竞争格局方面，腾讯占半壁江山，且随着新游发布占比持续提升，网易20年主要靠存量游戏贡献，稳占15%。
- 腾讯20Q3网络游戏收入增长45%至人民币414.22亿元，主要系《王者荣耀》（20Q1创新高）及《和平精英》（19年5月开始商业化）在内的国内智能手机游戏以及海外游戏收入增加所推动。其中，王者荣耀2020年前十个月平均日活跃账户数超过1亿，长期高活跃游戏已具备消费属性。旗下北极光工作室《天涯明月刀》手游于10月16日上市首周在中国AppStore预估收入近5000万美元，打破2019年《完美世界》手游创下的上市首周收入记录，多款重磅新游上线保证腾讯环比持续增长。
- 字节跳动重度游戏布局持续加码。20年4月，严授表示字节跳动游戏业务将在2020年继续招聘超1000人。从品类上看朝夕光年目前的中重度游戏代理布局包括MMO、SLG、三消、动作、女性向、棋牌、体育类等。另外，IP游戏数量较多，已曝光的《仙境传说RO：新世代的诞生》、《火影忍者：巅峰对决》、《航海王热血航线》、《全明星激斗》、《镖人》都是市场关注度较高的IP改编作。除了上述合作以外，11月网易公布自研MOBA《终结战场》交由朝夕光年发行。字节跳动入局有望带动新一批合作CP崛起，以及催化短视频流量往游戏内容方向转移，做大蛋糕，同时字节跳动的进击、腾讯的反击也会为行业带来新投资机会。

2018Q1-2020Q3腾讯网易整体游戏市场份额



资料来源：游戏工委、公司公告、天风证券研究所；备注：我们用国内整体市场+自研海外收入（换算成人民币）加总作为基数，考虑国内外整体游戏市场竞争格局。

4.3.腾讯与字节的博弈，为合作CP带来新的机会

- 20年6月，资本市场关注字节跳动与CP厂商重度游戏产品合作落地，但受游戏研发进度影响，字节跳动（朝夕光年）自研或代理的重度游戏在20年年内未有确切上线时间，如之前定档11月的《雷霆远征》（战锤40000）目前改期至21年3月，与凯撒文化的《火影忍者：巅峰对决》待版号落地。我们认为游戏延后是行业正常现象，在21年游戏陆续上线逻辑将会兑现。
- 腾讯在SLG、二次元、UE4以及传统的RPG领域都有扎实的合作布局，继续关注21年游戏上线带来催化。

腾讯20年以来已曝光的游戏Pipeline

游戏企业	产品	游戏类型	关键词	上线时间
祖龙娱乐	诺亚之心	MMO	UE4开放世界	——
	梦想新大陆	MMO	UE4回合制	——
	鸿图之下	SLG	UE4旗舰级	10月21日
	龙族幻想（日服）	MMO	小说IP衍生作	4月9日
盛趣游戏	龙之谷2	MMO	IP系列新作	7月10日
	庆余年	MMO	IP改编	——
掌趣科技	全民奇迹2	MMO	IP系列新作	——
	黑暗之潮	MMO	3D魔幻MMO	——
	街霸：对决（TOPJOY）	动作卡牌	IP系列新作	11月26日
巨人网络	超自然行动组	放置	二次元、放置	——
	胡桃日记	养成	二次元、休闲	——
	代号：三国	SLG	创新卡牌玩法	——
西山居	剑侠情缘2：剑歌行	MMO	IP系列新作	8月4日
	卧龙吟2	SLG	2.0策略玩法	——
	新三国荣耀	SLG	三国策略类	——
凯撒文化	从前有座灵剑山	MMO	二次元	——
	妖怪名单之前世今生	塔防卡牌	IP改编	9月22日
易帆互动（中手游投资）	真三国无双 霸	ARPG	IP系列新作	——
睿逆网络	小森生活	模拟经营	首治治愈系田园生活模拟手游	——
乐动卓越	征服与霸业	SLG	多文明大沙盘	——
爱乐游	比特大爆炸	3D飞行射击	《雷霆战机》原班团队研发	——
畅游	俄罗斯方块环游记	休闲	国内唯一 正版IP手游	——
Bohemia Interactive	艾兰岛（手游）	原创游戏孵化器	“端转手”	——
EA	FIFA Online4	体育竞技	FIFA	6月30日

字节跳动20年以来已曝光的游戏Pipeline

产品	游戏类型	关键词	上线时间
火影忍者：巅峰对决	MMO	二次元、IP改编	——
航海王热血航线	动作格斗	二次元、IP改编	——
全明星激斗	卡牌	IP系列衍生	——
热血街篮	体育竞技类	——	4月14日
麻将至尊	棋牌	——	6月1日
雷霆远征	SLG	IP改编	——
镖人	MMO	IP改编	——
灵猫传	角色扮演	女性向	——
伊甸之扉	横板动作	二次元、IP改编	11月19日
战争艺术	RTS	原发行商为英雄互娱	8月23日
终结战场	战术竞技类	原发行商为网易	8月3日
玫瑰镇日记	三消	——	5月27日
伊甸之扉	横版动作	二次元、IP改编	7月26日
RO仙境传说：新时代的诞生	MMORPG	IP系列衍生	8月19日

腾讯极光计划20年以来已曝光的游戏Pipeline

电魂网络	我的侠客	复古武侠策略RPG	——	11月25日
Nomada Studio	格莉斯的旅程	冒险解谜	曾获2019TGA年度最佳游戏	——
NEXt Studios	金属对决	机甲格斗	——	——
	螺旋风暴	即时卡牌对战	——	7月10日
乐逗游戏	全球行动	RTS	——	8月7日
Combo Travellers	元素地牢	Rogue-like	——	4月24日
边境工作室	众生游	模拟经营	——	6月4日
队友游戏	不可思议之梦蝶	解谜类	——	7月21日
Mega Crit Games	尖塔奇兵	卡牌	现在港澳台市场上线	7月28日
storm风暴工作室	风暴岛	非对称竞技	——	11月17日
Wonderland Kazkiri inc.	砖块迷宫建造者	解谜类	——	11月17日

来源：公司官网，公司公告，gamelook，taptap，天风证券研究所

4.4.买量投放变化：市场竞争压力放缓，上市公司新游表现良好

- 10月游戏龙头开始调整时的行业背景是9月下旬及10月上旬上线多款非上市公司的大作，包括《天涯明月刀》、《原神》、《万国觉醒》等，除了引发市场对竞争格局的担忧以外，10-11月的买量竞争也非常激烈，上述上线的头部新游在买量榜排名前列。
- 随着各大公司游戏上线周期的变化，11月下旬买量压力放缓，11月26日上线的掌趣、TOPJOY合作，腾讯代理的《街霸：对决》最高至畅销榜第6，表现突出。

10月份广告金额（估算）Top15手游推广排行

排名	应用名称	应用风格	10月累计投放天数	单款手游广告投放金额估算 /top15广告投放累计金额估算
1	云上城之歌	日韩系	31	63.09%
2	万国觉醒	战争	31	8.22%
3	猎魂觉醒	魔幻	23	3.47%
4	道友请留步	仙侠、西游	31	3.08%
5	大秦帝国之帝国烽烟	战争	28	2.81%
6	高能手办团	仙侠	31	2.63%
7	天涯明月刀	仙侠	31	2.47%
8	三国志：战略版	三国、战争	31	2.34%
9	御剑仙侠	仙侠	31	1.99%
10	少年三国志2	三国、战争	31	1.88%
11	三国志幻想大陆	三国、战争	31	1.77%
12	神武4	仙侠	31	1.68%
13	英雄训练师	动漫系、卡牌	21	1.57%
14	魂斗罗	射击	31	1.57%
15	生存挑战	模拟	31	1.44%

11月份广告金额（估算）Top15手游推广排行

排名	应用名称	应用风格	11月累计广告投放天数	单款手游广告投放金额估算 /top15广告投放累计金额估算
1	云上城之歌	日韩系	30	43.28%
2	万国觉醒	战争	30	9.56%
3	天涯明月刀	仙侠	30	8.55%
4	少年三国志：零	三国、战争	20	7.28%
5	魂斗罗	射击	30	6.07%
6	三国志：战略版	三国、战争	30	3.78%
7	乱世王者	三国、战争	30	3.44%
8	鸿图之下	三国、战争	30	2.88%
9	道友请留步	仙侠、西游	30	2.74%
10	偶像梦幻祭2	日韩系、动漫	17	2.44%
11	少年三国志2	三国、战争	30	2.43%
12	街霸：对决	竞技	26	2.27%
13	捕鱼大作战3D	棋牌	30	2.09%
14	魔域口袋版	魔幻	30	1.59%
15	钓鱼大咖	模拟	30	1.59%

来源：App Growing提供数据，天风证券研究所

4.5. 板块观点和重点标的

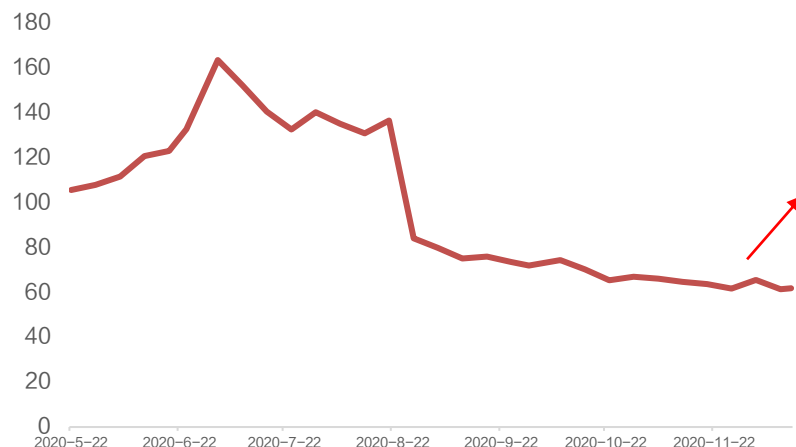
前期游戏板块估值回调主要原因系对市场竞争格局的担忧以及对明年尤其是上半年的增速不确定性心存疑虑，我们11月点评（三七、富春、掌趣等）以及11月月度策略观点多次强调长期游戏行业逻辑不变，继续关注龙头公司竞争力的体现以及行业5G、出海、龙头竞争格局变化等的逻辑催化，短期季度或有波动但不应过度放大担忧，尤其是对核心公司竞争力的担忧。

我们认为目前应继续关注龙头公司低估值修复，龙头公司仍处于中长期较低位置，优先看龙头【三七（《荣耀大天使》1月7日上线，定增已获批）、完美（《梦幻新诛仙》Q1上线）、吉比特（春节前《一念逍遥》、《摩尔庄园》已定档）】等低估值修复，海外【腾讯、网易（1月8日《天谕》上线）、心动】等，Q1推荐【富春、掌趣、宝通】等已有游戏兑现的公司，同时提醒关注21Q1重要产品的预期及兑现情况，基于基本面和明年上半年业绩基数的考虑，后续可能会有一个磨底的过程，但长期来看依然看好行业增长及5G、出海、头腾竞争格局变化等长逻辑催化，坚定看好板块估值修复。

游戏行业公司估值

证券简称	总市值（亿元）	2020E净利润	2021E净利润	2020E增速	2021E增速	2020PE	2021PE	20年涨幅%
三七互娱	608.33	28.18	34.20	33.25%	21.36%	21.59	17.79	8.60
完美世界	520.99	24.01	30.00	59.77%	24.95%	21.70	17.37	-8.39
吉比特	298.24	10.64	14.17	31.49%	33.18%	28.03	21.05	40.68
掌趣科技	150.56	5.75	10.44	58.14%	81.57%	26.18	14.42	-11.51
富春股份	58.62	0.83	4.50	-	442.17%	70.62	13.03	73.42
凯撒文化	69.17	2.30	6.00	9.69%	160.87%	30.07	11.53	54.14
姚记科技	108.25	6.00	8.60	73.99%	43.33%	18.04	12.59	40.03
宝通科技	71.46	4.02	5.00	31.79%	24.38%	17.78	14.29	21.79
世纪华通	571.61	33.00	43.00	22.22%	30.30%	17.32	13.29	-19.66
盛天网络	35.81	2.00	3.00	280.31%	50.00%	17.90	11.94	-5.91
电魂网络	77.45	4.14	5.62	81.58%	35.68%	18.70	13.78	34.58
游族网络	143.05	7.20	8.62	180.66%	19.72%	19.87	16.60	-32.59
						26x	15x	

Wind网络游戏指数PE TTM



资料来源：Wind、天风证券研究所；截至2020年12月15日收盘，Wind一致预期

4.5. 板块观点和重点标的

大厂博弈、竞争加剧，CP的研发能力及产品质量，发行以及渠道的流量把控能力是永恒的主题。

关注龙头个股低估值：

三七互娱：《荣耀大天使》已获版号，预计21Q1上线；21H1将有SLG、女性向等多元化产品落地。

完美世界：20年买量形成业绩增量，《梦幻新诛仙》预计21Q1上线。

吉比特：代理大作《摩尔庄园》、自研《一念逍遥》预计21Q1上线。

大厂合作个股：

掌趣科技：《街霸：对决》11月26日腾讯公测，腾讯独代自研产品《全民奇迹2》预计21Q1上线。

富春股份：字节合作游戏《仙境传说RO：新世代的诞生》表现超预期。

凯撒文化：定增已获批预计年内完成。字节跳动代理《火影忍者：巅峰对决》已获版号。《三国志：威力无双》快手合作预计明年春节前上线。

姚记科技：字节跳动独家代理《小美斗地主》竖版。以字节跳动信息流广告营销为主的芦鸣科技已完成并表。

巨人网络（建议关注）：间接收购Playtika未来估值存在溢价空间，治理结构改革后优质产品《超自然行动组》等21Q2蓄势待发。

宝通科技：关注易幻网络新游表现，《王国Kingdom》（近日上线港澳台地区）以及《梦境链接》（近日上线日本，韩国上线两个月流水超过一亿人民币）。

其他：游族网络（《少三》系列），世纪华通等

超级APP属性：

心动公司（建议关注）：Taptap采用不分成模式吸引开发商，并通过优质游戏引流保证平台活跃用户增长，关注平台改革节奏及用户数量、时长、价值的提升。

目录

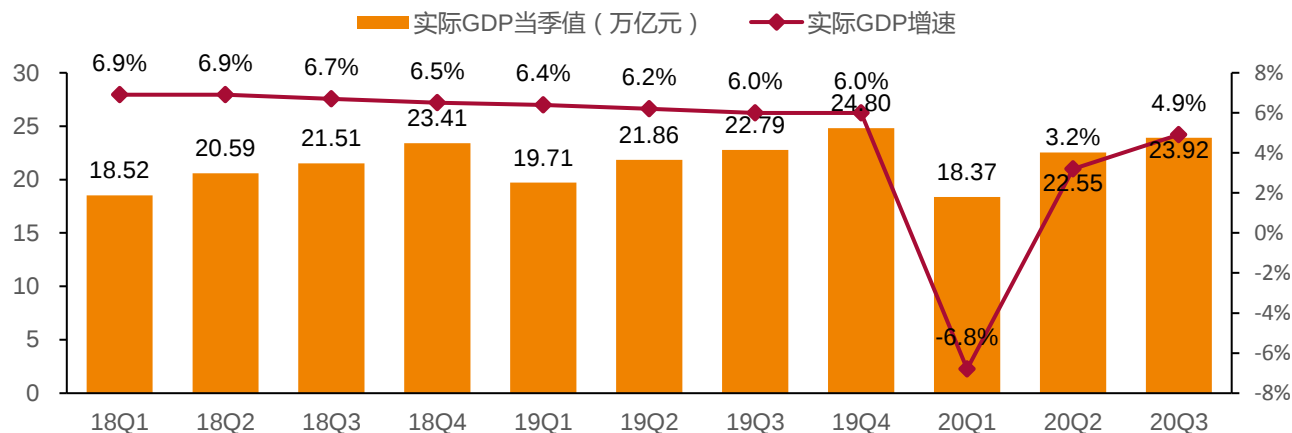
1. 互联网：数字化浪潮涌动，互联网经济加速发展
2. 短视频：流量新高地，龙头优势明显，商业化提速打开业绩空间
3. 电商：疫情加速革新，行业烽火再起
4. 游戏：格局变化新机遇，龙头底部蓄势发
5. 营销：新消费崛起创造需求，紧抓能够破圈的质优渠道龙头
6. 长视频：存量竞争下，内容价值提升，变现探索并行
7. 电影：行业进入景气恢复周期，供给被动出清龙头优势提升
8. 阅读：新模式引巨头入局，行业变革孕育新机会
9. 玩具：国内需求扩张，龙头崛起，市场广阔
10. 投资建议

5.1. 营销行业：疫情影响已逐步消减，宏观经济状况明显转晴

疫情影响20Q1实际GDP及社零总额创新低。受新冠疫情影响，2020Q1实际GDP大幅下降6.8%，同时2020年1月社零总额同比下降20.50%，创近年新低。

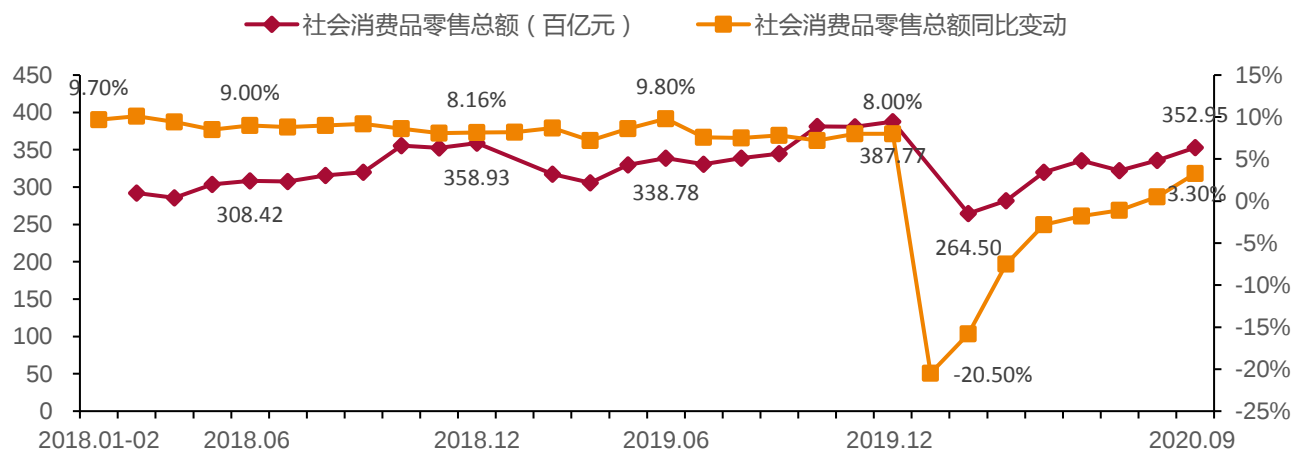
随着疫情在国内逐渐得到控制以及国内大循环的提出，20Q1之后宏观数据逐步回暖。2020Q3实际GDP增长4.9%，社零总额与19年的差距也在不断收窄。2020年8月起社零同比变动归正，2020年9月同比增长3.30%。由于广告行业与全社会宏观经济以及消费内需有着重要关系，因此在熬过年初的“寒冬”以后，广告主的投放量将慢慢恢复正常。

2018Q1-2020Q3实际GDP



资料来源：Wind、天风证券研究所

2018.1-2020.9 社会消费品零售总额



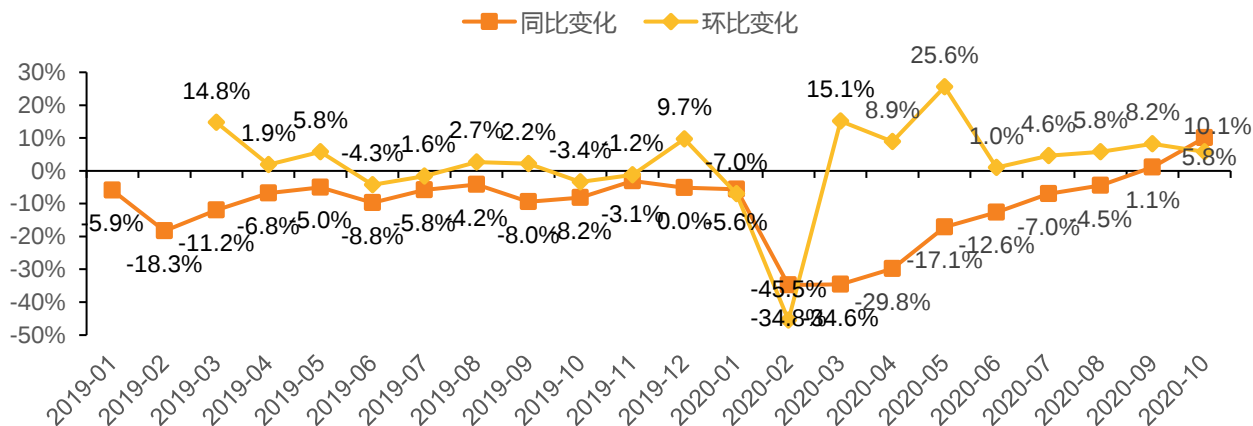
资料来源：Wind、天风证券研究所 注：由于春节时间不确定，每年1-2月社零数据合并发布，2018年1-2月61082亿元，2019年1-2月66064亿元，2020年1-2月52130亿元

5.2. 营销行业：广告行业同比、环比双增长，复苏趋势明显

广告行业历经大幅下滑后降幅缩窄，9月首次同、环比双增长。2019年全媒体广告在各月份普遍经历下滑，而2020年则由于疫情影响，2月全媒体广告刊例花费环比下降45.5%，同比下降34.8%。3月以后同比下降逐步缩窄，并于2020年9月、10月连续两个月实现同比、环比双增长，10月同比大幅增长10.1%，环比增长5.8%，广告行业复苏趋势明显。

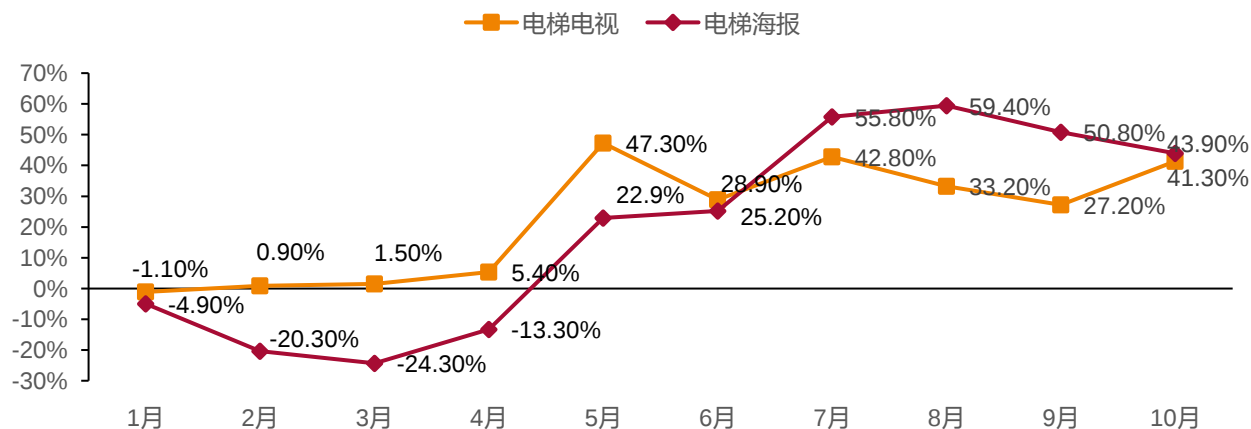
由于电梯是消费者在家或者上班过程中最核心的生活场景，电梯媒体成为了疫情期间最快速反弹的行业。相比疫情之下全媒体广告的投放大幅减少，电梯电视广告和电梯海报广告的投放情况明显较好，在小区封闭的情况下仍能正常进行，特别是电梯电视广告由于投放的往往都是大厂商，虽然遭受疫情冲击但仍有足够的资金进行广告投放。电梯电视和电梯海报系唯二同比正增长的广告媒介。电梯电视广告的投放自疫情起一直保持同比正增长，在9月同比增长27.20%，10月在双十一加持下同比增长达41.30%。电梯海报广告则在5-10月连续迎来超过20%的同比增长，8月高达59.40%成为疫情之后增长的最高峰。

2019.1-2020.10全媒体广告刊例花费变化



资料来源：CTR、天风证券研究所

电梯海报和电梯电视2020年广告刊例花费同比变化情况



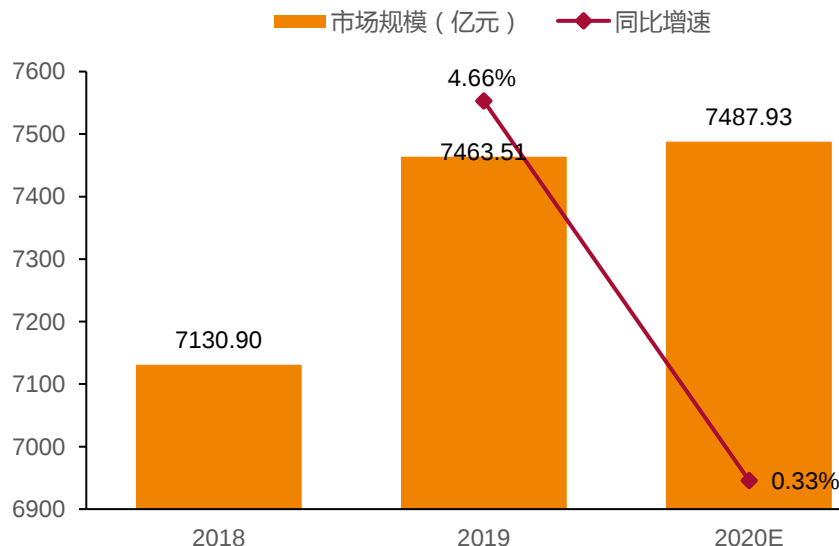
资料来源：CTR、天风证券研究所

5.3. 营销行业：整体广告市场规模扩大，线上化趋势加速

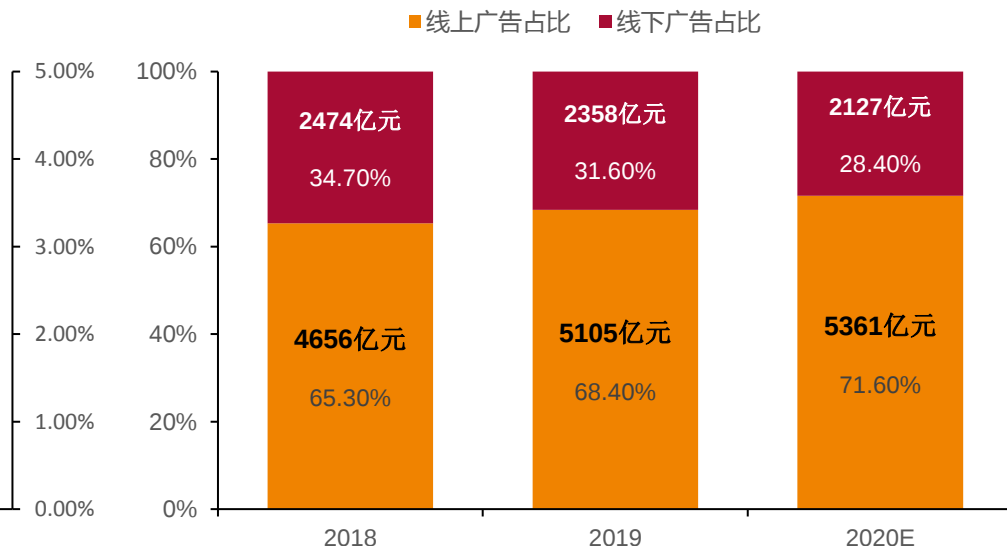
整体广告市场规模扩大，线上占比不断提升。根据eMarketer测算，2020年中国广告市场规模预计将达到7487.93亿元，同比增长0.33%，基本维稳，但考虑到今年年初新冠疫情使得广告行业遇冷导致一季度数据偏低，总体来看能保持正增速还是非常亮眼的，说明因经济复苏我国对广告的需求还在不断扩大。

线上广告占比不断增加。2020年我国预计线上广告规模为5361亿元，线上占比可达71.60%，同比增加3.2pct，线下广告占比为28.40%。广告线上化已成为趋势，尤其叠加今年年初疫情“宅经济”影响，人们对线上场景（消费、娱乐）依赖性增强，势必会促使商家加大线上广告投放。

2018-2020E中国广告市场规模



2018-2020E中国广告市场线上、线下广告占比



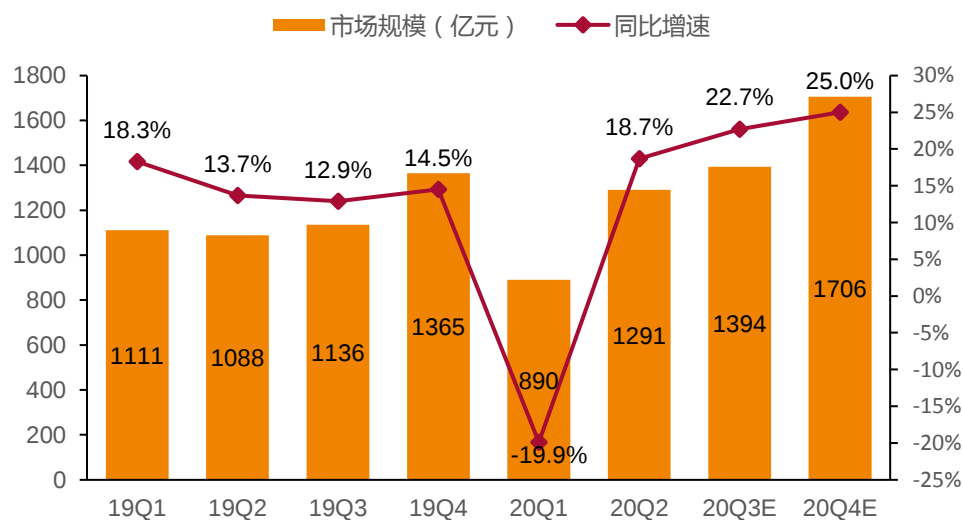
资料来源：eMarketer、天风证券研究所

5.4. 营销行业：Q3线上广告趋势向好，移动互联网用户黏性增加

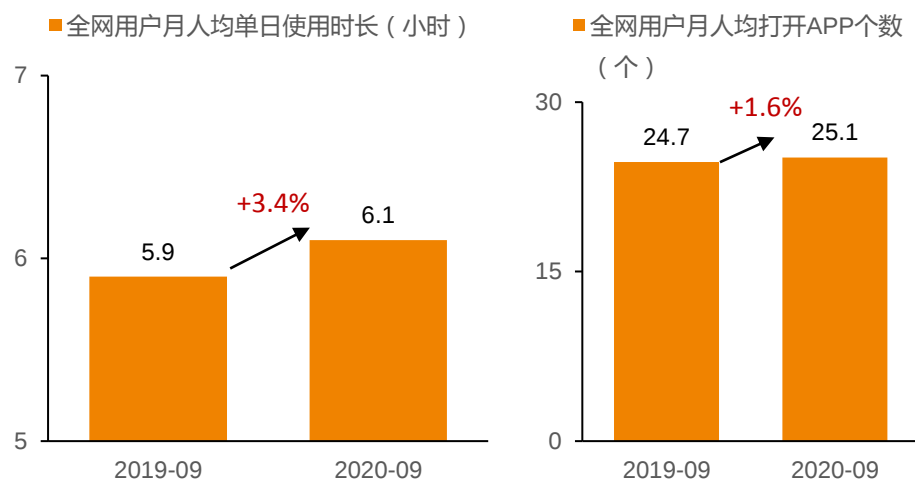
受到疫情等因素影响，上半年品牌部分线下营销场景线上化转移，Q3广告投放进一步释放，互联网市场广告进一步提升。疫情期互联网广告市场规模大幅降低，20Q2起进入疫情恢复期，市场规模为1291亿元，同比增长18.7%。根据QuestMobile测算，20Q3和Q4进入后疫情期，Q3市场规模预计为1394亿元，同比增长22.7%，Q4预计为1706亿元，同比增长25.0%，说明互联网广告市场规模从Q3起预计能恢复甚至超越疫情前水平，复苏趋势向好。

疫情下全网用户对移动互联网依赖进一步加深，人均单日使用时长和人均打开APP个数均有所提升。2020年9月，全网用户月人均单日使用时长为6.1小时，同比增长3.4%；2020年9月，全网用户月人均打开APP个数为25.1个，同比增长1.6%。线上时长提升会增加线上广告的Adload，表示线上广告市场进一步增长。

2019Q1-2020Q4中国互联网广告市场规模变化



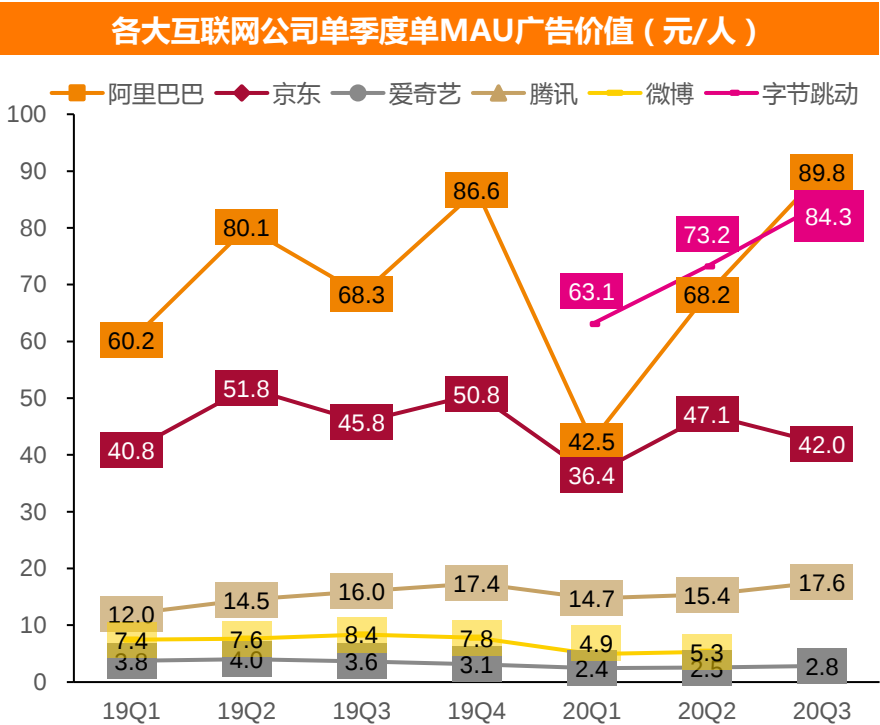
2019与2020年9月全网用户月人均单日使用时长&月人均打开APP个数



资料来源：QuestMobile、天风证券研究所

5.5. 各广告渠道全景：短视频、电商广告价值高，Q4预计继续走高

从各类互联网公司单季度单MAU广告价值来看，根据测算短视频广告价值最高，电商类其次且随购物节时间周期波动。字节跳动单季度单MAU广告价值Q1-Q2居首位，约在60-85元区间范围内，阿里巴巴和京东其次，20Q3分别为89.8元/人（Q3阿里将佣金合并至广告收入，故数据冲高幅度大）、42.0元/人，从往年曲线形态可以看出Q2对应618购物节、Q4对应双十一狂欢节，这两个时间段电商类广告价值大幅上升。社交类腾讯、微博对应Q1疫情影响广告价值降低，腾讯20Q2后回升至疫前水平；长视频类代表爱奇艺的广告价值20Q2开始在慢慢恢复，但对比19年则显示出下滑趋势，一定程度上说明长视频广告价值增长疲软。预计随着Q4消费旺季的到来（双11、双12、国庆节假日等），电商类广告价值会随着消费周期明显提升，而短视频作为直播带货的流量窗口，广告价值也会被带动提升。



资料来源：wind、天风证券研究所；注：单季度单MAU广告价值=公司单季度广告收入/单季度MAU；字节跳动广告价值为自行测算值

各大互联网公司19Q1-20Q3广告营收（亿元）

	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	YOY	20Q2	YOY	20Q3	YOY
阿里巴巴	301.2	419.5	413.0	612.0	309.1	2.6%	514.3	22.6%	693.4	67.8%
京东	81.4	110.8	99.9	134.7	95.3	17.0%	140.5	26.9%	124.1	24.2%
腾讯	133.8	164.1	183.7	202.3	177.1	32.4%	185.5	13.1%	213.5	16.3%
微博	24.2	26.3	29.2	28.8	19.5	-19.2%	23.2	-11.7%	-	-
爱奇艺	21.2	22.0	20.7	19.0	15.4	-27.5%	15.9	-27.9%	18.4	-12.9%

资料来源：wind、天风证券研究所；注：20Q3起，阿里巴巴将原佣金收入合并至广告收入；20Q3微博未公布财报

各大互联网公司19Q1-20Q3单季度MAU（亿人）

	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	YOY	20Q2	YOY	20Q3	YOY
淘宝	5.00	5.24	6.05	7.07	7.28	45.5%	7.54	43.9%	7.72	27.6%
京东	2.00	2.14	2.18	2.65	2.62	31.2%	2.98	39.5%	2.96	35.6%
微信	11.12	11.33	11.51	11.65	12.03	8.2%	12.06	6.5%	12.13	5.4%
微博	3.24	3.45	3.50	3.70	3.98	22.6%	4.36	26.6%	4.50	28.7%
爱奇艺	5.64	5.51	5.67	6.06	6.35	12.5%	6.25	13.6%	6.41	12.9%

资料来源：wind、天风证券研究所

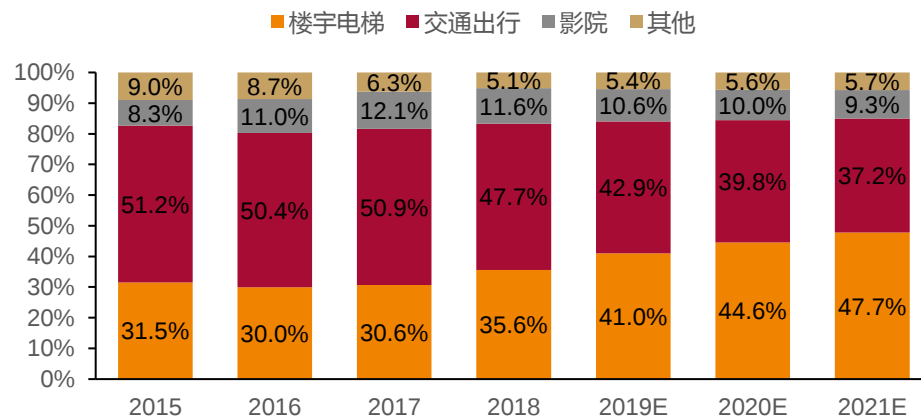
5.6. 线下广告：楼宇媒体价值凸显，分众龙头价值可观

楼宇媒体价值凸显份额扩大。Q1疫情线下广告因全国出行管制大幅下滑，Q2后复苏弹性大于线上广告。据艾媒咨询测算，2020年电梯媒体广告市场规模为208亿元同比增长10.64%。相比其他户外广告，楼宇广告未来几年的市场份额占比预计继续加大，到2020年约有47.7%的广告为楼宇媒体广告，超过原占比最大的交通广告的份额。

新消费品牌崛起，线下投放将作为全渠道广告投放关键的一份子。新消费品牌依托线上渠道KOL等种草，同时多元化布局营销渠道，电梯广告作为消费者“上班-工作”路上重要的“心智之钉”，势必得到广告主重视。

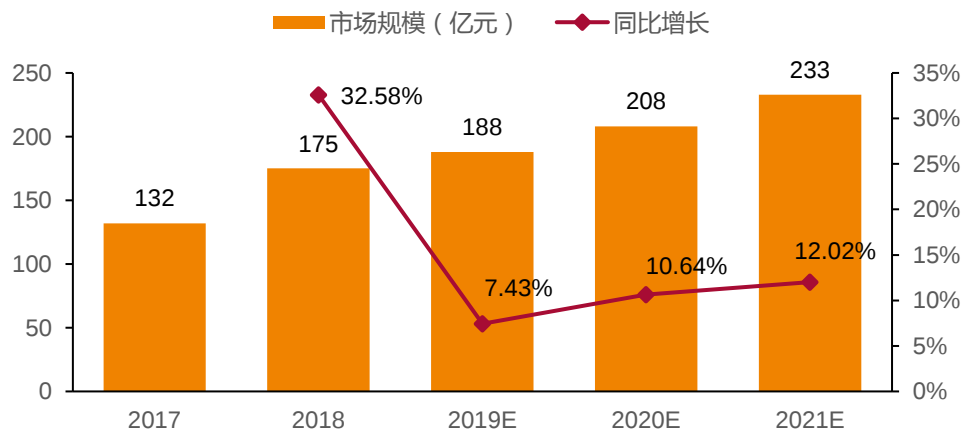
电梯媒体市场集中度较高，分众龙头价值可观。分众传媒2019年在电梯广告中占比超过60%，为行业内当之无愧的领头羊。其最大的竞争对手新潮传媒占比约11%，二者相加约占到行业内部超过75%的份额。**2020年分众传媒业绩超预期，预计实现归母净利润38.6-42.6亿元，同比增长105.84%-127.17%，龙头价值进一步被确认。**

2015-2021年中国不同场景户外广告市场份额



资料来源：艾瑞咨询、天风证券研究所

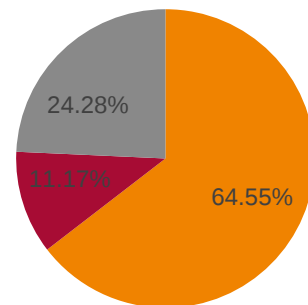
2017-2021中国电梯广告市场规模及预测



资料来源：艾媒咨询、天风证券研究所

2019年各公司在电梯广告市场中占比

分众传媒 新潮传媒 其他



资料来源：澎湃新闻、公司公告、天风证券研究所

5.7. 线下广告：新消费品牌加大线下楼宇投放

以电梯广告为例，在线教育、汽车、互联网、食品类等投放向楼宇媒体倾斜，楼宇广告投放多元化。

而新消费品牌基于强烈曝光量的需求下，亦加大电梯广告投放。以电梯LCD花费为例，9月TOP10中只有三种品牌属于食品类（君乐宝、元气森林、小仙炖），而新消费品牌则占了三分之二，比例很高；另外，电梯海报广告花费方面，小仙炖9月花费同比增长748.7%，小鹏汽车8月花费同比增长>1000%。

电梯海报广告花费TOP10						
No	7月	同比	8月	同比	9月	同比
1	学而思	New	农夫山泉	>1000%	斑马AI课	New
2	蒙牛	701.1%	斑马AI课	New	58到家	New
3	君乐宝	193.4%	苏宁易购	123.5%	君乐宝	71.7%
4	斑马英语手机软件	New	学而思	41.7%	学而思	33.6%
5	大麦	New	斑布	New	大麦	New
6	哔哩哔哩	New	大麦	New	题拍拍	New
7	伊利	>1000%	小鹏	>1000%	小仙炖	748.7%
8	雍禾	921.7%	君乐宝	-5.7%	比亚迪	>1000%
9	恒天	New	长安福特	-32.8%	斑布	New
10	石榴云医	New	慕思	114.2%	小鹏	9.1%

电梯LCD广告花费TOP10						
No	7月	同比	8月	同比	9月	同比
1	猿辅导	New	斑马AI课	New	斑马AI课	New
2	元气森林	New	京东金融	>1000%	京东金融	New
3	新氧	New	新氧	-14.9%	天鹅到家	New
4	哔哩哔哩	New	农夫山泉	New	九牧王	New
5	铂爵旅拍	25.3%	元气森林	New	元气森林	New
6	妙可蓝多	-65.6%	学而思	New	唱吧	New
7	斑马英语手机软件	New	三星	New	小仙炖	New
8	58同城	22.3%	日加满	New	君乐宝	512.1%
9	蒙牛	644.9%	慕思	New	布鲁可	New
10	腾讯开心鼠	New	恰恰	-41.0%	安居客	New

资料来源：CTR、天风证券研究所；黄标为新消费品牌

5.8. 新消费品牌崛起催生新的营销破圈需求

随着大厂商、大渠道以及社交电商的新模式兴起，曾经背靠电商流量（搜索关键词）红极一时的“淘品牌”，已有一部分渐渐退出历史舞台。茵曼、裂帛和十月妈咪等曾提交IPO申请后主动撤回。“淘品牌”衰败的原因首先是一些拥有极高消费者认知度的大型品牌自己成立了官方旗舰店，电商搜索关键词的作用大幅度降低；其次电商正在主动弱化搜索，社交电商等新兴模式并不是习惯关键字模式的淘品牌们擅长的内容；最后，淘品牌往往没有自己的生产平台，以营销为主，现在极低的利润（流量成本升高）使得淘品牌失去生存的空间。

落幕的同时，是新消费品牌的崛起。新消费品牌指在中国新消费时代下诞生的互联网原生品牌，一般创立于2013到2015年之间，同时也有旧国民品牌翻新，也可称之为“新国货”。**新消费品牌主要有三个显著特点：新渠道**（以微博、小红书、抖音、B站等新媒体为主要营销平台，充分利用KOL重构消费者信任机制；以电商渠道为主要销售阵地，辅以线下）、**新人群**（Z世代人群为消费主力军）、**新供给**（依托于成熟的供应链体系，通过社交媒体直接与消费者沟通互动，收集消费者的反馈及喜好，减少中间环节，生产出符合消费者需求的产品）。代表品牌有元气森林、钟薛高、完美日记、花西子、泡泡玛特等，领域涵盖食品、美妆、潮玩等行业。

值得一提的是，新消费品牌崛起，同样得到了电商巨头的扶持。阿里2020年新国货计划进一步升级。拼多多2020年10月新品牌计划升级，平台计划在2021年-2025年间扶持100个产业带，订制10万款新品牌产品，带动1万亿销售额。10月19日，京东也升级“造新”计划：京东今年11.11带来超3亿件新品。

新消费领域及代表品牌



资料来源：克劳锐、天风证券研究所

阿里、京东、拼多多对新消费品牌的扶持计划



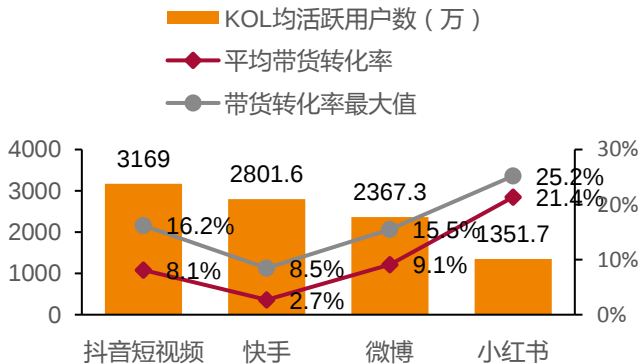
资料来源：36氪、快科技、拼多多、天风证券研究所

5.9. 产品、渠道、营销、品牌四管齐下，新消费品牌竞争力多元化

但与原“淘品牌”路线不同之处在于，新消费品牌不止局限于电商巨头的扶持、被动接受电商的流量红利，而是借助流量红利发展、捕捉流量迁移，基于多渠道布局和新媒介营销，以差异化迭代产品，快速建立品牌认知，获取消费者流量。这样防止了万一电商巨头流量扶持终止导致内无粮草（淘系流量）、外无救兵（资本）的窘境。

从四个方面维度看，新消费品牌崛起竞争力在于产品、渠道、营销、品牌，四管齐下，多元化竞争力更加稳妥。

2020年4月新型内容平台KOL情况



资料来源：QuestMobile、天风证券研究所

元气森林分众线下投放



资料来源：公司官网、天风证券研究所

新消费品牌产品、渠道、营销、品牌四管齐下

1. 产品上，注重独特功能性研发，多线条打造差异化爆款单品



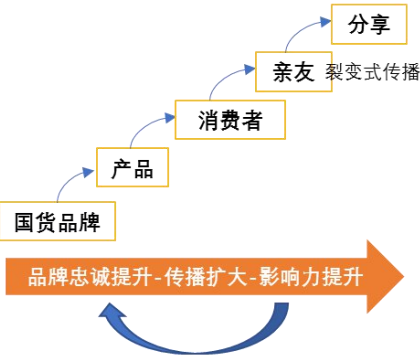
2. 渠道上，线上线下全渠道布局：不仅入驻电商平台，还不断尝试自建APP和小程序，并积极构建私域流量

全渠道布局有助于新消费品牌实现渠道去中心化，有效避免“在一棵树上吊死”的窘境。同时，线下投放作为全渠道广告投放关键的一份子，梯媒在这一轮新品牌发展过程中将有望持续受益，电梯广告引爆品牌的能力在持续被验证。

3. 营销上，基于多触点，利用线上广告、内容营销、KOL带货等方式引发全网裂变，持续输出品牌

短视频广告已成为快消品典型国货品牌主流的投放形式，同时，新型流量平台拥有大量的多领域KOL，通过内容输出加快销售转化。根据QuestMobile，以短视频巨头抖音为例，4月KOL均活跃用户数为3169万，平均带货转化率为8.1%。而平均带货转化率最高的是小红书，高达21.4%，说明小红书在种草带货方面的效率是最高的。

4. 品牌上，通过高颜值设计和内在品牌附加值，新消费品牌改变消费者生活方式，带动裂变式传播，提升品牌影响力



资料来源：QuestMobile、天风证券研究所

5.10. 板块观点和重点标的

20Q2以后国内消费市场需求疲软态势得到改善，广告线上化趋势带动板块增长，短视频、电商直播、MCN等新兴热门赛道成为营销公司转型升级新方向，双十一购物节继续催化营销行业业绩。20年营销公司转型新赛道，叠加19年行业景气度低迷导致基数偏低，部分公司预计会有高业绩体现。关注优质赛道个股：梯媒【分众传媒】（梯媒龙头，新消费品牌偏好电梯广告增加曝光）、【新媒股份】（地方国企新媒体龙头，21年大屏广告开始布局、22年产生增量业绩），MCN及电商【星期六、引力传媒】、综合营销（关注短视频合作）【蓝色光标、利欧股份】、其他关注【三人行、姚记科技】等。

营销行业公司估值

证券简称	总市值（亿元）	2020E净利润	2021E净利润	2020E增速	2021E增速	2020PE	2021PE	20年涨幅%
分众传媒	1,461.92	40.60	54.00	116.50%	33.00%	36.01	27.07	60.97
蓝色光标	150.71	28.18	34.20	296.65%	21.36%	5.35	4.41	7.08
利欧股份	216.83	11.70	16.00	280.35%	36.75%	18.53	13.55	8.35
三人行	144.54	3.60	5.44	86.03%	51.05%	40.13	26.57	140.98
引力传媒	32.45	1.26	2.50	-	98.86%	25.80	12.97	-29.43
星期六	135.29	1.92	5.84	27.78%	204.17%	70.46	23.17	-6.86
值得买	75.82	1.56	1.97	31.42%	25.84%	48.47	38.52	-2.06
视觉中国	104.25	2.13	3.00	-2.94%	40.89%	49.03	34.80	-13.54
华扬联众	55.97	2.80	3.80	45.71%	35.71%	19.99	14.73	27.51
元隆雅图	49.93	1.72	2.28	49.74%	32.56%	29.03	21.90	30.34
					平均	34.3	21.8	

资料来源：wind、天风证券研究所，截至12月15日收盘，Wind一致预期

5.10.板块观点和重点标的

媒体渠道：

分众传媒：作为广告投放渠道公司，营收与广告主行业景气度较为密切，凭借其楼宇媒体资源，随着实体经济边际改善、新消费品牌崛起带动线下渠道的投放量增加，广告投放规模有望继续提高，公司业绩已于Q2出现拐点，并在Q3延续拐点，2020业绩超预期预计实现归母净利润38.6-42.6亿元，实现翻倍增长，龙头价值进一步被确认。

新媒股份：大屏广告将于21年开始布局、22年开始产生业绩贡献。

MCN及电商代运营：

星期六（建议关注）：公司双十一共计完成GMV13.22亿元，瑜大公子9月/10月分别位列快手主播月榜top4及top7，已跻身头部主播行列，公司直播带货表现持续超预期。

引力传媒：公司短视频营销和内容电商团队、MCN业务拓展逐渐形成规模，与抖音、快手、B站等内容平台顺利合作，2020年对公司利润拐点，2021年释放增长动能。

综合营销（建议关注短视频合作）：

蓝色光标：在疫情背景下，蓝色光标20Q1业绩领先同行逆势增长，公司在以游戏为代表的在线广告、出海及短视频等领域快速成长，同时作为字节跳动出海核心代理商，公司业绩有望保持增长。

利欧股份：布局短视频、信息流、社交电商领域，公司与字节跳动多项业务均有大规模合作，字节跳动最重要代理公司之一，同时与快手开展合作。

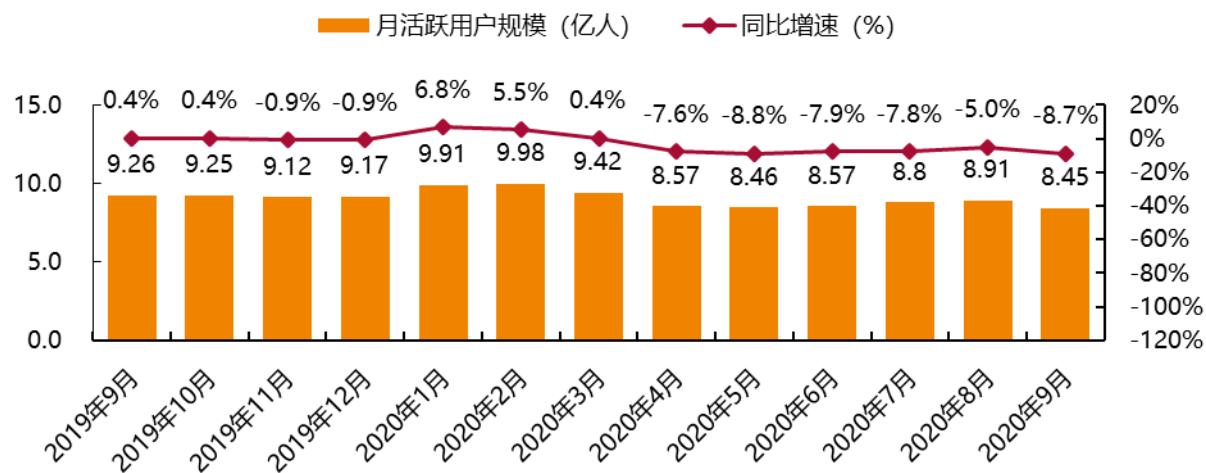
建议关注三人行（次新股）、姚记科技（芦鸣短视频营销业务与字节深度合作）、视觉中国。

目录

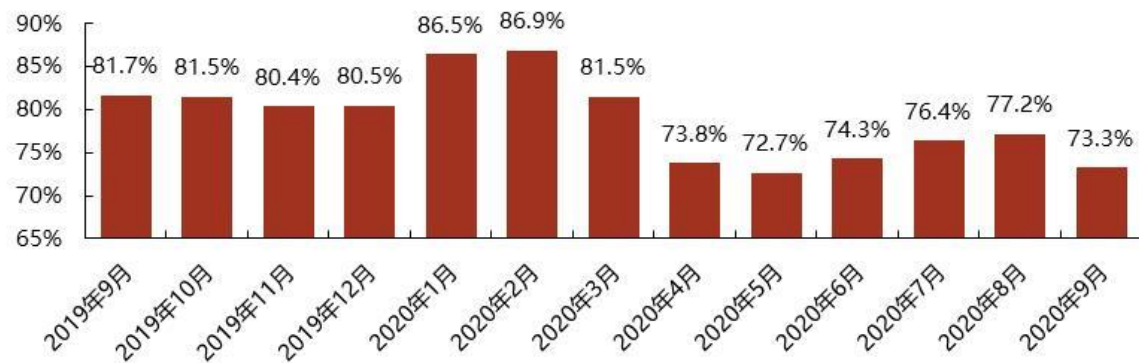
1. 互联网：数字化浪潮涌动，互联网经济加速发展
2. 短视频：流量新高地，龙头优势明显，商业化提速打开业绩空间
3. 电商：疫情加速革新，行业烽火再起
4. 游戏：格局变化新机遇，龙头底部蓄势发
5. 营销：新消费崛起创造需求，紧抓能够破圈的质优渠道龙头
- 6. 长视频：存量竞争下，内容价值提升，变现探索并行**
7. 电影：行业进入景气恢复周期，供给被动出清龙头优势提升
8. 阅读：新模式引巨头入局，行业变革孕育新机会
9. 玩具：国内需求扩张，龙头崛起，市场广阔
10. 投资建议

6.1. 视频平台-全景：行业进入存量竞争，内容及运营更显重要

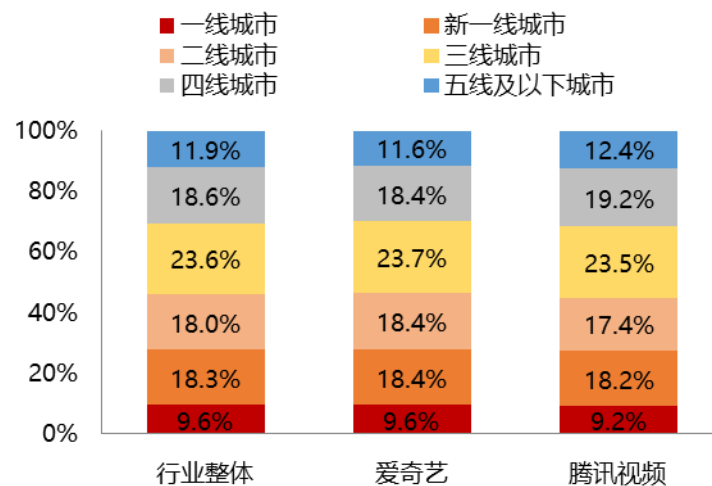
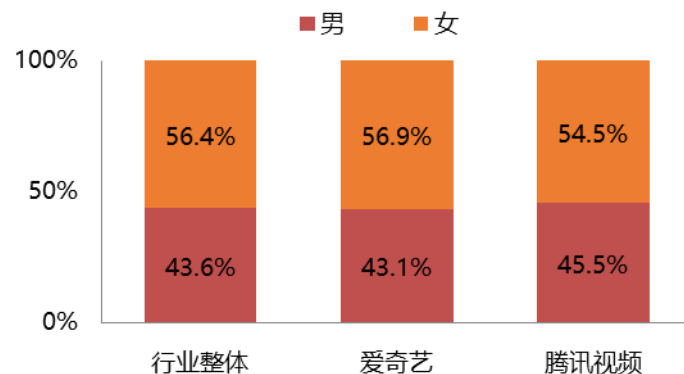
在线视频行业月活跃用户规模趋势



活跃渗透率 (%)



在线视频APP2020年9月付费会员画像

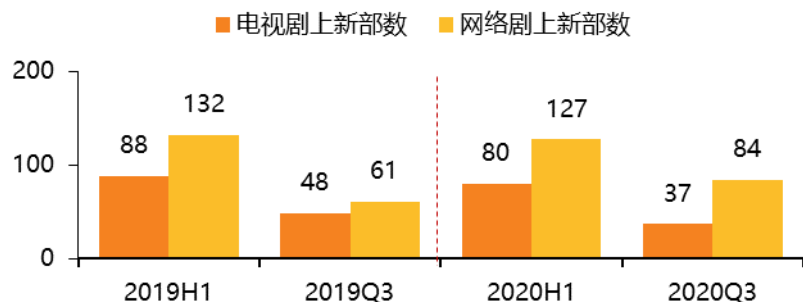


来源：Questmobile、天风证券研究所；

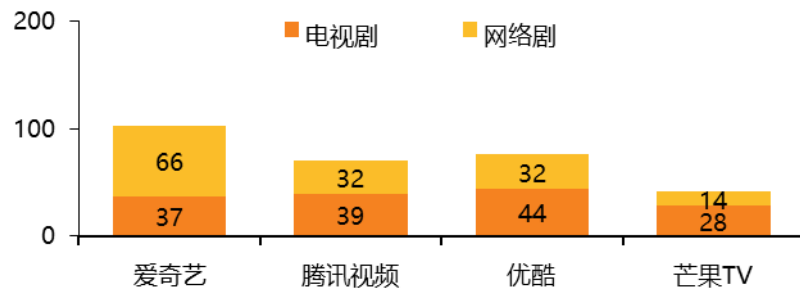
6.2. 视频平台-剧集：爱奇艺数量及播放领先，芒果同比增长明显

- 根据云合数据统计，2020年上半年全网上新剧为207部，同比减少13部，其中电视剧减少8部，网络剧减少5部。20Q3全网上新网络剧84部，同比增加23部，电视剧37部，同比减少11部。分平台来看，2020H1爱奇艺共上新103部剧，居各平台首位，腾讯视频、优酷上新量分别为71部、76部，芒果TV为42部。
- 剧集有效播放上，爱奇艺上新剧有效播放量最高，爱奇艺、腾讯视频剧集有效播放共占比82%；芒果TV剧集正片有效播放同比增长56%，增长最快，腾讯视频及爱奇艺有效播放为同比下降。20Q3，除芒果TV有效播放同比增长30%外，爱奇艺、腾讯视频及优酷三季度剧集有效播放均同比下降。

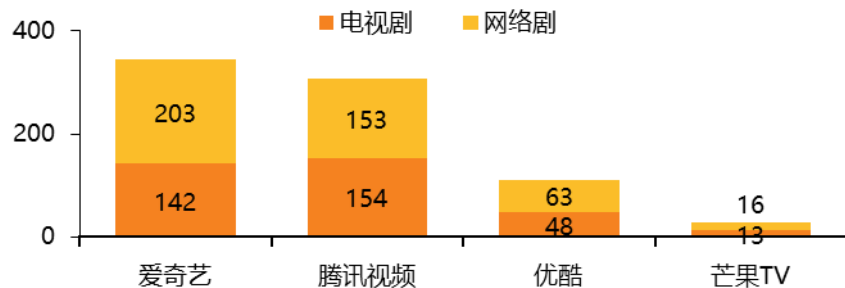
2019-2020H1、Q3全网上新剧集部数（单位：部）



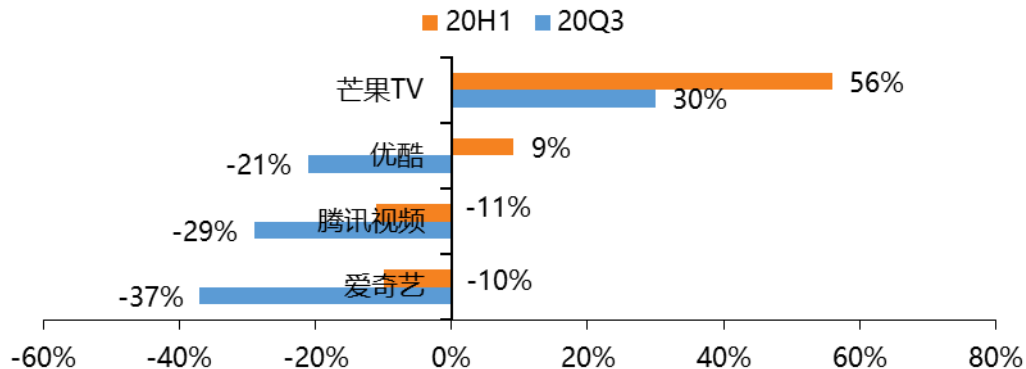
2020H1分平台上新剧部数（单位：部）



2020H1各平台剧集有效播放（亿）



2020H1、Q3各平台剧集有效播放同比变化

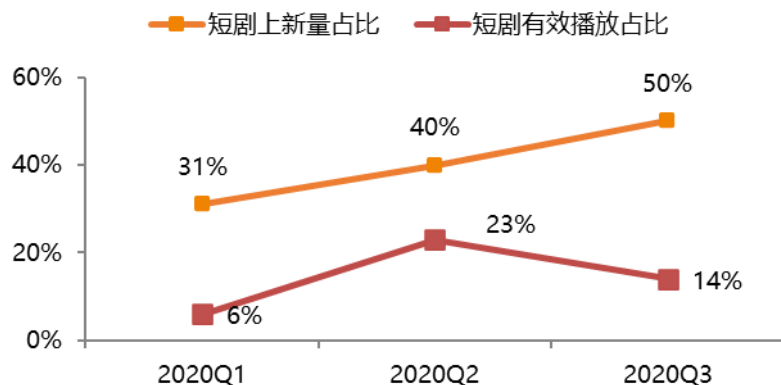


来源：云合数据、天风证券研究所；

6.2.视频平台-剧集：短剧集风起，爱奇艺迷雾剧场获好评，湖南卫视和芒果TV联合推出“季风计划”

- 2020年剧集类型方面，短剧集成为一大亮点，20Q3全网连续剧上线121部，其中24集及以下的短剧共60部，占比已达到50%。在有效播放维度上，20Q1-Q3连续三个季度短剧播放有效占比最高仅为23%，其中我们认为受到剧集较短发酵时间有限，以及纯网播触达用户限制影响。但从质量上看，短剧不乏优质项目如爱奇艺“迷雾剧场”《隐秘的角落》、《沉默的真相》等。
- 湖南卫视和芒果TV将于2021年联合推出“季风计划”进军短剧集，“季风计划”将采用每周2集，单集70分钟，每部12集的周播模式，并将以电影制作水准推进。

2020Q1-Q3短剧上新数量及有效播放占比
(短剧：单集时长20分钟以上，总集数24集以下)



- 《沉默的真相》
- 集数：12集
- 类型：剧情/悬疑/犯罪
- 平台：爱奇艺
- 豆瓣评分：9.1



- 《隐秘的角落》
- 集数：12集
- 类型：剧情/悬疑/犯罪
- 平台：爱奇艺
- 豆瓣评分：8.9



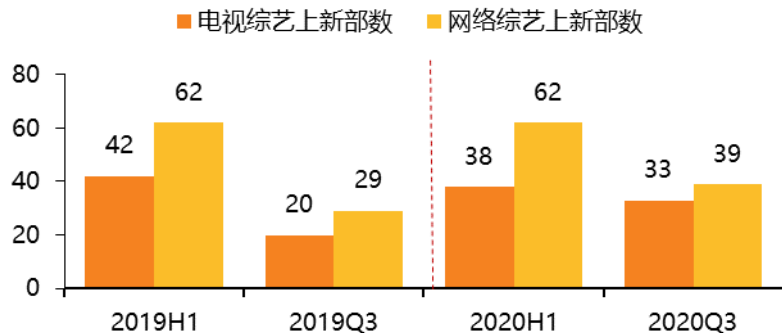
- 《传闻中的陈芊芊》
- 集数：24集
- 类型：喜剧/爱情/奇幻/古装
- 平台：腾讯视频
- 豆瓣评分：7.5
- 有效播放15.8亿，为前三季度短剧累计有效播放首位

来源：云合数据、电视剧鹰眼、豆瓣、天风证券研究所；

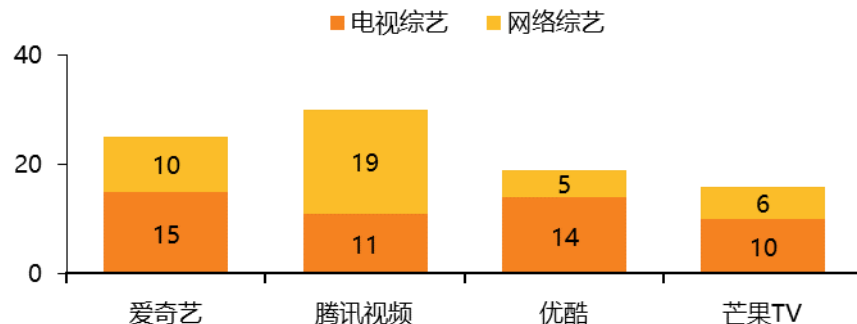
6.3. 视频平台-综艺：芒果TV为前三季度综艺有效播放唯一增长平台

- 2020上半年季播综艺上新100部、1334期，其中电视综艺减少4部，网络综艺数量相对稳定；20Q3综艺上新数量提升，上新综艺共72部，同比增长23部，其中电视综艺增加13部，网络综艺增加10部。**分平台综艺上新数量看，20Q3腾讯视频上新综艺维持首位，为30部，爱奇艺为25部，芒果TV为16部。**
- **播放上，20H1全网综艺正片有效播放爱奇艺占比最高，为40%，腾讯视频占比为28%，芒果TV为22%，优酷10%。有效播放同比表现上，四大平台仅芒果在20H1和20Q3实现综艺有效播放正增长。**

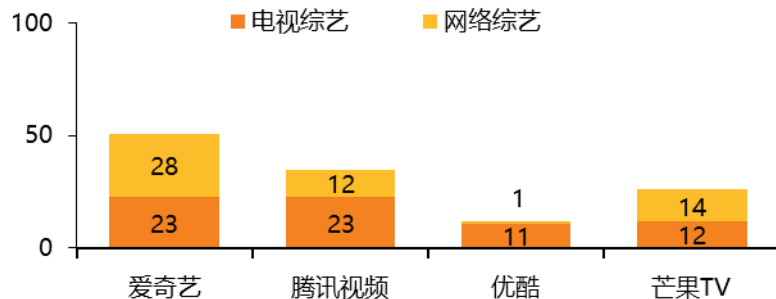
2019-2020H1、Q3全网上新综艺部数（单位：部）



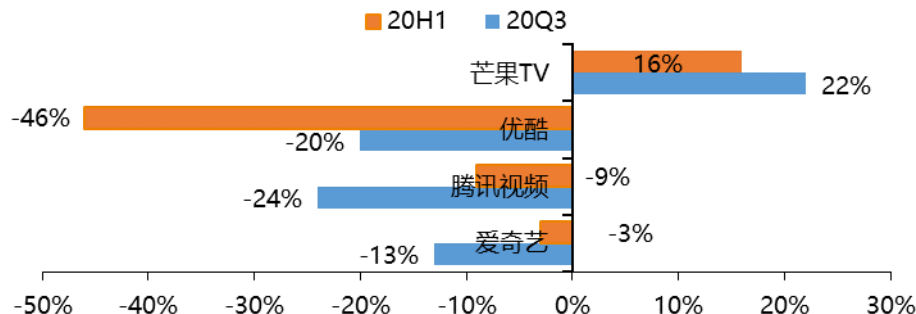
20Q3分平台上新剧综艺部数（单位：部）



2020H1四大平台综艺有效播放（亿）



2020H1、Q3各平台综艺有效播放同比变化



来源：云合数据、天风证券研究所；

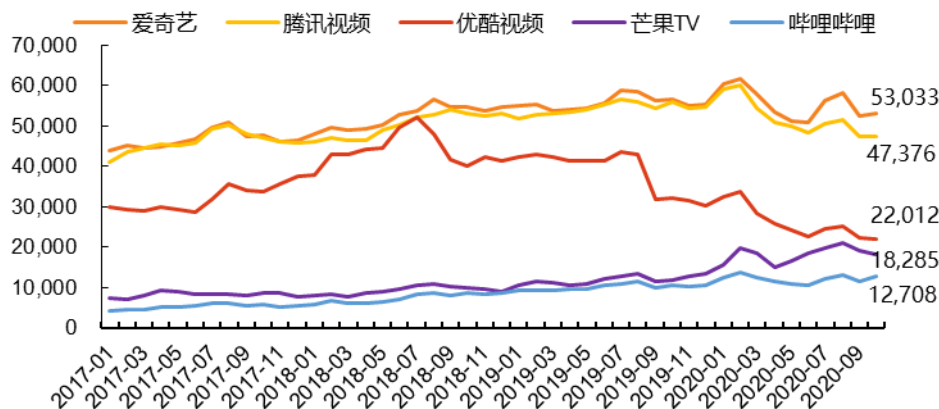
6.4.视频平台-格局：疫情影响效应减弱，芒果TV势头强劲

- 根据QM数据，长视频平台10月活跃用户相比2月疫情期的高峰值均有所下滑，表明疫情影响效应减弱。爱奇艺/腾讯视频/优酷视频/芒果TV 10月DAU相比2月DAU分别下滑37%/38%/46%/28%，哔哩哔哩相对稳定，相比2月下滑0.6%。
- 付费会员上，爱奇艺20Q3付费会员数环比及同比均有下滑，腾讯视频连续三季度环比增长，截至20Q3末付费会员数1.2亿。芒果TV截至20Q2末付费会员2766万，同比增长84%。
- 格局方面，爱奇艺和腾讯视频在继续保持第一梯队优势，芒果TV在20年势头强劲，在20年8月DAU超过优酷视频成为第三平台，9月、10月DAU有所回落但与优酷仅有微弱差距。

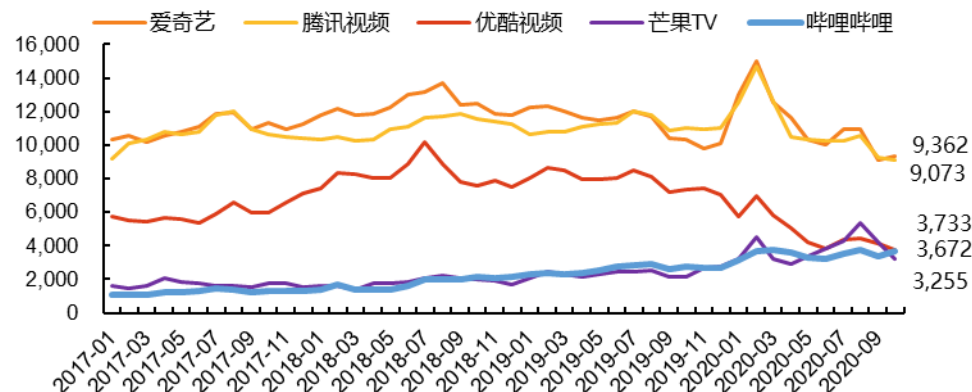
爱奇艺、腾讯视频、芒果TV付费用户数及同比增速对比

	2017	2018	2019	20Q1	20Q2	20Q3
爱奇艺付费用户数（万）	5,080	8,740	10,690	11,890	10,490	10,480
同比增速		72.00%	22.30%	22.80%	4.40%	-0.95%
腾讯视频付费用户数（万）	5,400	8,900	10,600	11,200	11,400	12,024
同比增速		64.80%	19.10%	25.80%	17.60%	20.00%
芒果TV付费用户数（万）	451	1,075	1,837	-	2,766	-
同比增速		138.40%	70.90%	-	84.30%	-

爱奇艺、腾讯视频、优酷视频、芒果TV、哔哩哔哩MAU（单位：万人）对比



爱奇艺、腾讯视频、优酷视频、芒果TV、哔哩哔哩DAU（单位：万人）对比

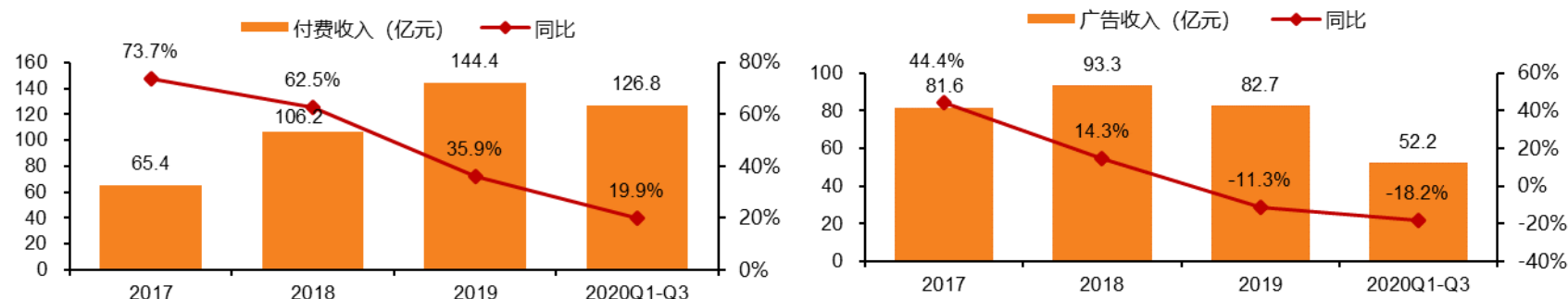


资料来源：Questmobile，天风证券研究所；

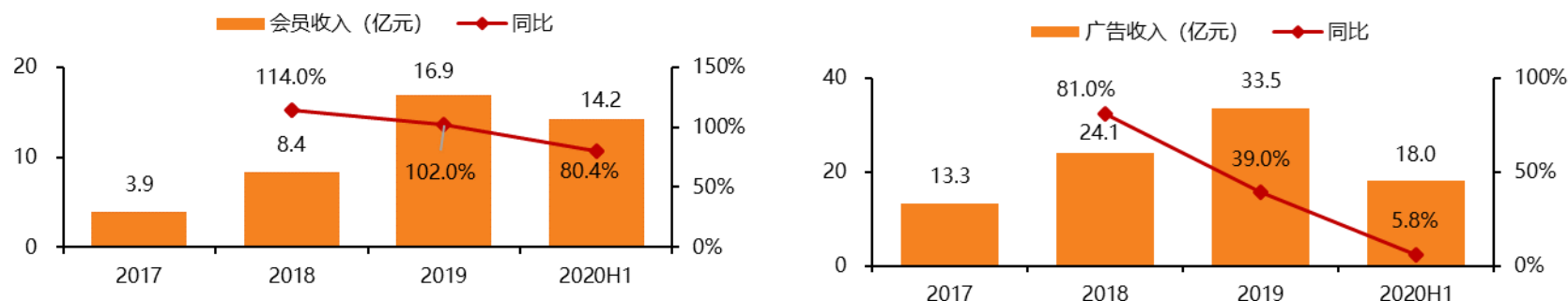
6.4. 视频平台-格局：芒果TV会员及广告增速高于同行

- **爱奇艺**20Q1-Q3实现营业收入222.49亿元，同比增长3.5%。其中Q3单季度会员业务收入40亿元，环比持平，同比增长7%，在线广告服务业务营收18亿元，同比减少11%。
- **芒果TV**20Q1-Q3实现营业收入94.7亿元，同比增长15.1%；归母净利润16.1亿元，同比增长65.4%。20H1芒果TV会员收入同比增长80.4%，广告收入同比增长5.8%。

爱奇艺付费及广告营业收入（亿元）及同比（2017-2019,20Q1-Q3）



芒果超媒会员及广告营业收入（亿元）及同比（2017-2019,20H1）



资料来源：公司公告，天风证券研究所；

6.5. 视频平台-趋势：爱奇艺20年率先提价，芒果TV蓄力电商

爱奇艺、腾讯视频、芒果TV、优酷视频2021年发展计划



定价

爱奇艺11月率先提价，单月价格从19.8元/月调整到25元/月，连续包月价格从15元/月调整到19元/月；连续包年首年138元/年，次年218元/年；

单月价格20元/月，连续包月首月10元/月，之后15元/月，连续包年首年158元/年，之后178元/年。

单月价格20元/月，连续包月首月6元/月，之后15元/月，连续包年178元/年。

连续包月首3月6元/月，第四个月起15元/月，连续包年178元/年。



内容

深耕剧场模式，20年大获成功的悬疑向“迷雾剧场”乘胜追击，21年还将推出“恋恋剧场”和“小逗剧场”；综艺、动漫以及电影品类也给予重视。

以优质大IP为核心，并充分发挥包括阅文、新丽在内的集团生态圈优势。

剧集投入增加，芒果TV将与湖南卫视联动打造国内首个台网联动周播剧场“季风剧场”，共10部短剧。综艺上综N代以及创新项目同发力。

长视频内容稳定投入，推进五大剧场，包括悬疑剧场、宠爱剧场、合家欢剧场、港剧场、都市生活剧场。



生态拓展

入场中视频，推出“随刻”APP，孵化PUGC内容，定位为“视频+兴趣+社区”；海外目前以东南亚地区为主导，并尝试其他地区。

推进以视频创作号为主体的短视频生态合作计划；海外腾讯控股6月收购了东南亚流媒体iflix，iflix在东南亚等13个国家会员超过1000万。

蓄力电商，将打造基于长视频内容的“小芒”垂直电商平台，有望2021年初上线，探索流量变现。

将重点发力短视频、直播业务等新赛道，尤其通过星直播、开箱等创新业务推进。



资本

过去三年，腾讯视频累计在内容方面投入超500亿，未来3年将投入近千亿的内容成本来支撑内容生产。

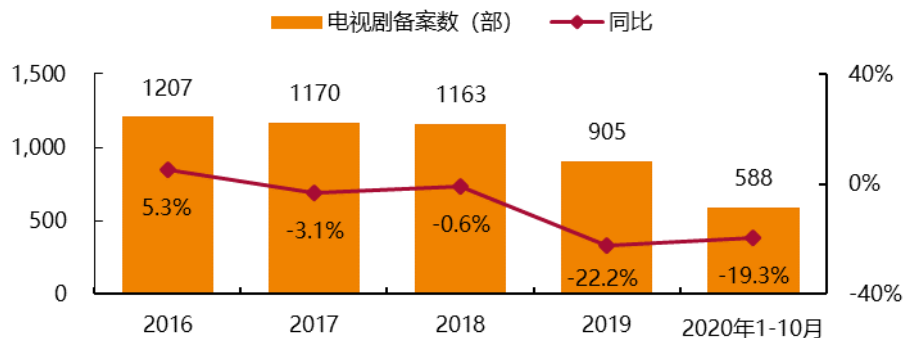
芒果超媒控股股东拟式协议转让9364.8万股，占总股本5.26%，目前阿里创投为意向受让方。拟定增45亿元，其中40亿元用于内容投入。

资料来源：公司公告、平台app、新浪、中证网、光明网、人民网、36氪、壹娱观察、犀牛娱乐、骨朵，天风证券研究所；

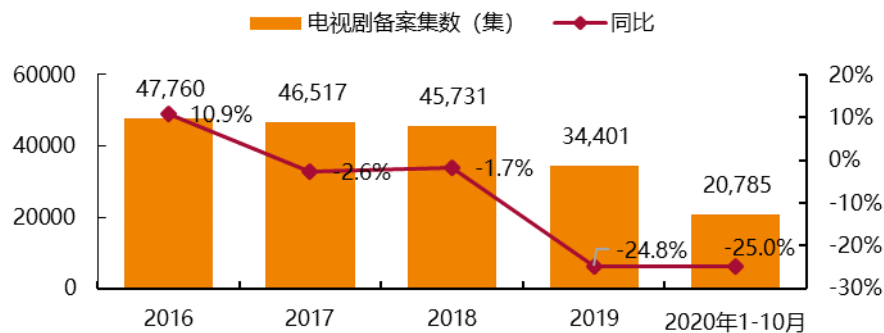
6.6. 电视剧制作-行业：备案部数同比下降19%，开机数量回暖

- 2020年1-10月，电视剧总备案数量为588部，部数同比下降19.3%，总备案集数20,785集，集数同比下降25.0%，单部剧平均集数为35.3集/部。题材方面，20年1-10月古装剧备案占比10.2%，相对19年的7.5%占比提高。
- 新剧开机回暖，2020年8月20日-10月20日共60部项目开机，19年9月-10月两个月开机项目为57部。

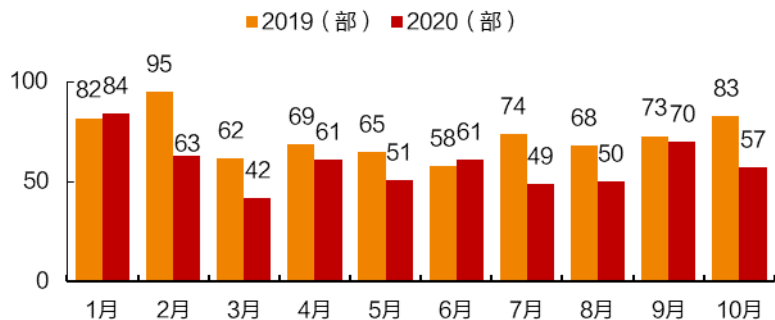
2016-2020年1~10月电视剧备案数（单位：部）



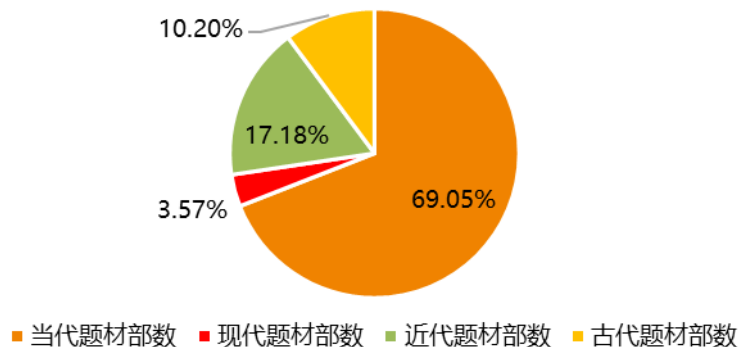
2016-2020年1~10月电视剧备案集数（单位：集）



2019-2020年分月度电视剧备案数（单位：部）



2020年1-10月电视剧备案部数按题材分布



来源：wind、电视剧鹰眼公众号、天风证券研究所；

6.7. 电视剧制作-公司：20年财报分化，华策影视呈向上拐点

- 电视剧制作公司20年前三季度财报表现上，板块整体受到疫情影响，剧集拍摄进度延后，华策影视由于前期储备丰富，呈现向上业绩拐点，四家主要电视剧公司里仅华策前三季度利润为正。
- 华策影视20Q1-Q3实现营收18.94亿元，同比增长45%，归母净利润2.03亿元，同比增长737%，扣非后净利润1.53亿元，同比增长315%；
- 慈文传媒20Q1-Q3实现营收3.38亿元，同比下降60%，归母净利润-0.18亿元，同比下降120%，扣非后净利润-0.22亿元，同比下降125%；
- 欢瑞世纪20Q1-Q3实现营收0.17亿元，同比下降88%，归母净利润-1.48亿元，同比下降2716%，扣非后净利润-1.01亿元，同比下降2744%；
- 唐德影视20Q1-Q3实现营收1.70亿元，同比增长147%，归母净利润-0.84亿元，扣非后净利润-0.91亿元。

电视剧公司17-19年，20Q1-Q3营收、归母净利润和扣非净利润同比

		2017	2018	2019	20Q1-Q3
营业收入同比	华策影视	18%	11%	-55%	45%
	慈文传媒	-9%	-14%	-18%	-60%
	欢瑞世纪	112%	-15%	-59%	-88%
	唐德影视	50%	-69%	-131%	147%
归母净利润同比	华策影视	33%	-67%	-795%	737%
	慈文传媒	41%	-368%	115%	-120%
	欢瑞世纪	66%	-20%	-270%	-2716%
	唐德影视	8%	-582%	88%	-95%
扣非后净利润同比	华策影视	45%	-78%	-1408%	315%
	慈文传媒	39%	-383%	115%	-125%
	欢瑞世纪	59%	-24%	-299%	-2744%
	唐德影视	9%	-617%	89%	-112%

电视剧公司17-19年，20Q1-Q3毛利率、净利率变化

		2017	2018	2019	20Q1-Q3
毛利率	华策影视	26.6%	25.9%	18.9%	25.4%
	慈文传媒	44.9%	10.1%	23.8%	22.8%
	欢瑞世纪	44.6%	58.7%	-6.3%	-48.1%
	唐德影视	47.5%	8.7%	-	25.9%
净利率	华策影视	12.1%	4.3%	-56.1%	10.3%
	慈文传媒	24.7%	-76.7%	13.4%	-6.9%
	欢瑞世纪	26.0%	24.3%	-102.1%	-895.5%
	唐德影视	16.3%	-256.2%	-	-53.6%

来源：Wind、天风证券研究所；

6.7.电视剧制作-公司：营运指标及经营性现金流对比

- 电视剧制作公司应收账款绝对值除唐德外，均有明显下降，与19年相对18年趋势一致，我们认为除部分剧集确认应收回款外，制作公司剧集拍摄及销售规模减少为主要原因，与行业近两年景气度降低趋势符合。
- 预收账款（20年拆分为预收账款、合同负债）指标反馈公司未来营收基础，华策影视20年前三季度预收总额最高，并超过2017年全年水平，慈文传媒前三季度预收账款相对19年提升。
- 存货方面，各家公司存货基本维持正常状态，华策影视基本维持21-26.5亿元存货体量，慈文传媒在8.8-12亿元存货体量，欢瑞和唐德18年后在10.4-13.1亿元存货体量。

- 现金流方面，华策影视在17年-19年，及20年前三季度经营性净现金流均为正，欢瑞20年前三季度经营性净现金回正。

电视剧制作公司2017-19及20Q1-Q3应收账款、预收账款、存货（单位：亿元）

单位：亿元		2017	2018	2019	20Q1-Q3
应收账款	华策影视	40.2	42.5	23.6	16.4
	慈文传媒	14.7	12.0	8.9	8.7
	欢瑞世纪	17.2	23.2	12.6	6.2
	唐德影视	12.5	5.9	2.8	3.0
预收账款+合同负债	华策影视	15.2	8.7	14.2	15.4
	慈文传媒	6.2	4.1	0.9	4.5
	欢瑞世纪	3.0	2.7	0.3	0.5
	唐德影视	3.8	3.7	5.4	4.1
存货	华策影视	26.5	22.7	21.3	25.8
	慈文传媒	11.8	9.7	8.8	11.8
	欢瑞世纪	7.5	12.7	10.6	11.5
	唐德影视	11.2	13.1	10.6	10.4

注：2020年起原“预收账款”项分拆为“预收账款、合同负债”

电视剧制作公司2017-19及20Q1-Q3经营活动产生现金流量净额（单位：亿元）

		2017	2018	2019	20Q1-Q3
经营性现金流量净额（亿元）	华策影视	7.1	3.0	12.5	3.2
	慈文传媒	1.6	-1.0	2.2	-0.7
	欢瑞世纪	-4.3	-6.5	-0.1	1.3
	唐德影视	-1.8	-0.9	2.0	-0.9

来源：Wind、公司公告、天风证券研究所；

6.8. 板块观点和重点标的

长视频平台：

- 在疫情的宅家效应减弱后，主要长视频平台活跃用户水平均有所回落，行业整体趋于流量的存量竞争状态，平台更加需要依靠内容吸引力和独特性来获得更多市场份额。各大视频网站在明年的布局上除内容丰富度外，ARPU提升节奏以及衍生生态拓展值得关注，ARPU提升方面，爱奇艺已率先走出一大步，关注提价后付费会员变化趋势。
- 长视频平台标的上，继续长线推荐【芒果超媒】，芒果TV在20年前三季度剧集及综艺有效播放逆势增长，平台市占率和影响力明显提升；后续看点为剧集布局（与湖南卫视联合推出“季风剧场”）及带来的破圈效果，和电商平台“小芒”的推进，同时阿里创投意向受让芒果控股股东5.26%股权，内容及电商协同空间值得期待。

电视剧制作：

- 制作公司经历了影视寒冬及疫情双重考验，行业泡沫消退，随着资本投入更为谨慎，以及成本合理化，行业整体有望逐步恢复理性状态。
- 电视剧制作标的上，推荐【华策影视】：在行业寒冬中，华策依然能够保持持续输出精品内容，并且在利润表以及资产负债表指标上逆势呈现良好表现，体现出龙头公司在精细运营、资金资源调配等方面的优势，同时关注公司电影业务（2021年春节档《刺杀小说家》）以及基于内容的衍生业态发展。
- 关注视频版权库【捷成股份】。

长视频行业核心公司估值

证券简称	总市值（亿元）	2020E净利润 （亿元）	2021E净利润 （亿元）	20E同比增速	21E同比增速	2020PE	2021PE
芒果超媒	1172	18.06	21.68	56.20%	20.05%	64.92	54.08
华策影视	119	4.17	6.17	扭亏为盈	47.96%	28.59	19.32

来源：Wind、天风证券研究所；估值数据截至2020年12月15日收盘，净利润预期来自天风证券预测数据

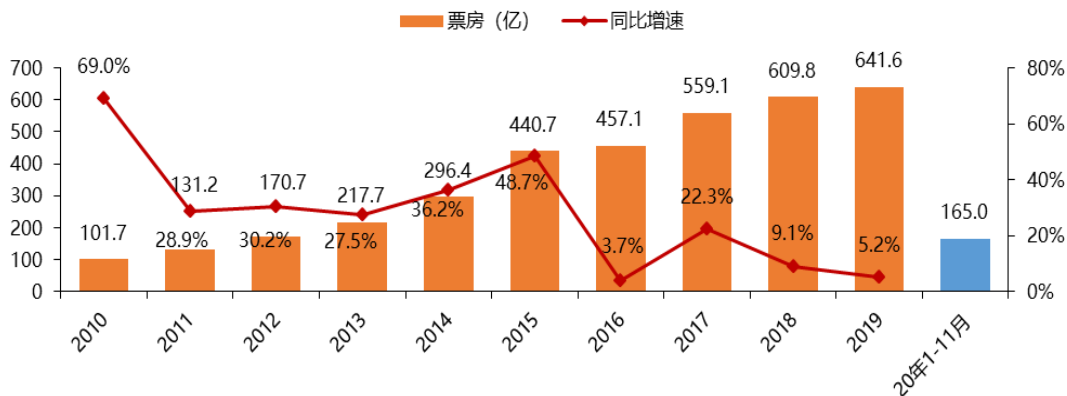
目录

1. 互联网：数字化浪潮涌动，互联网经济加速发展
2. 短视频：流量新高地，龙头优势明显，商业化提速打开业绩空间
3. 电商：疫情加速革新，行业烽火再起
4. 游戏：格局变化新机遇，龙头底部蓄势发
5. 营销：新消费崛起创造需求，紧抓能够破圈的质优渠道龙头
6. 长视频：存量竞争下，内容价值提升，变现探索并行
- 7. 电影：行业进入景气恢复周期，供给被动出清龙头优势提升**
8. 阅读：新模式引巨头入局，行业变革孕育新机会
9. 玩具：国内需求扩张，龙头崛起，市场广阔
10. 投资建议

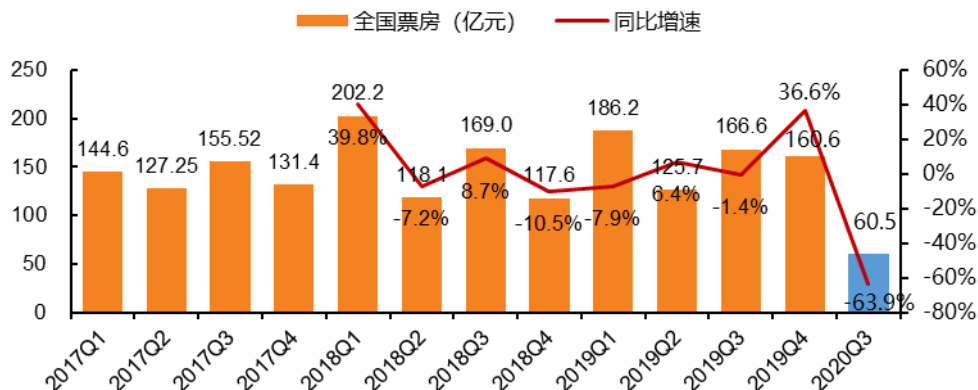
7.1. 电影市场整体：20年受疫情冲击，但复苏脚步正加速迈进

- 2019年全国电影总票房（含服务费）642亿元，同比增长5.2%，全国观影人次17.3亿，同比增长0.6%。2020年电影行业受疫情影响，影院自1月下旬停业，7月20日起有序复工，9月25日起影院上座率放松至75%。复工后在优质影片带动下，票房逐步回暖，2020年1-11月全国票房165亿。
- 除国庆档外，Q4上映影片仍然不多，但疫苗持续进展有望进一步缓解市场对于电影行业在疫情下不确定性的担忧，同时贺岁档和2021年春节档将至，我们仍看好电影行业从低谷中景气度持续回升。

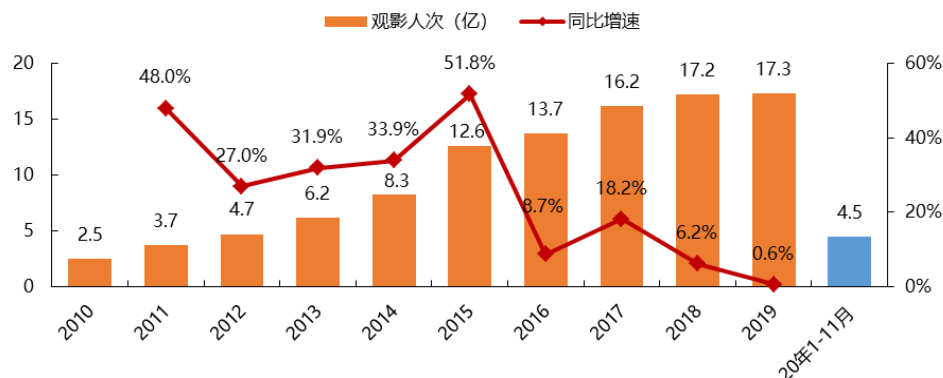
2010-2019年，2020年1-11月全国票房（含服务费）及同比增速



2017Q1-2019Q4，20Q3全国票房（含服务费）及同比增速



2010-2019年，2020年1-11月全国观影人次及同比增速

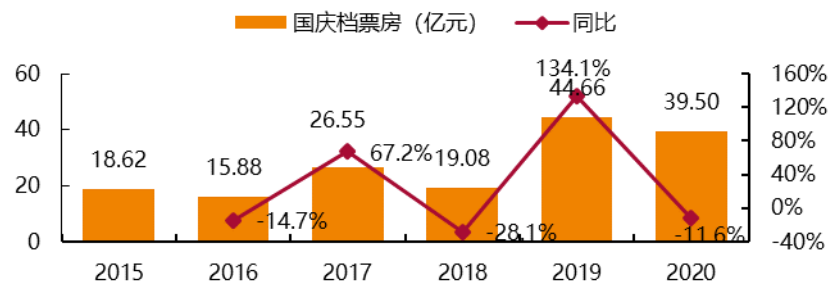


来源：艺恩数据，猫眼专业版、中国电影数据网、天风证券研究所；注：2017年之前年票房不含服务费

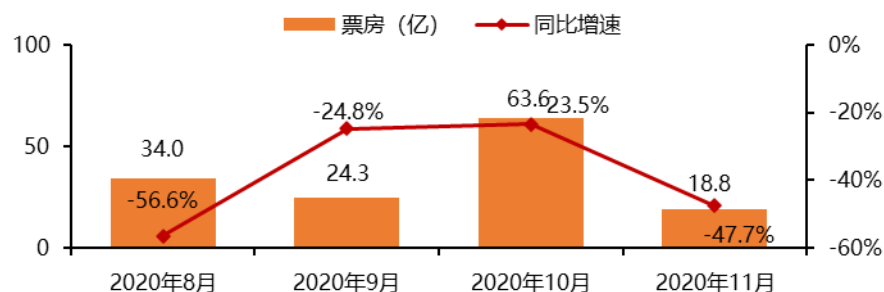
7.2. 复工后《八佰》及国庆档优异表现验证优质内容需求仍在

- 电影市场复工后首部重量级国产新片《八佰》8月21日上映后，已取得31亿票房；10月23日上映的抗美援朝纪念主旋律影片《金刚川》取得了11.19亿票房成绩。
- 2020年国庆档前7天市场总票房36.95亿，恢复至去年同期7天票房的83%，远高于15-18年国庆档票房，20年国庆8天总票房接近40亿，其中国庆档上映的《我和我的家乡》至今累计票房超28亿。
- 20年国庆档在疫情影响仍未完全消除的情况下，仍取得了优异的票房成绩，考虑海外疫情，国庆假期出国旅游人群大幅减少有助扩大档期观影群体，但更重要的是，多部过10亿票房影片验证市场观影热情和对优质内容的认可，影院观影具备的沉浸式体验和线下社交属性需求不减，配合优质内容供给，电影行业将继续复苏。

2015-2020年国庆档票房（亿元，含服务费）及同比增速



2020年8-11月单月票房（亿元，含服务费）



2019、2020年国庆档7天观影指标对比

	2019年国庆档	2020年国庆档（前七天）
观影人次（亿人）	1.18	0.93
平均票价（元）	38	40
场均人次	45	35
上座率	35%	28%

《八佰》《金刚川》及2020年国庆档主要影片票房情况

	上映日期	国庆档期票房 (亿元)	总票房（亿元，截至 11.26）
《八佰》	2020/8/21	0.3	31.3
《金刚川》	2020/10/23	-	11.19
《我和我的家乡》	2020/10/1	18.7	28.2
《姜子牙》	2020/10/1	13.8	16.0
《夺冠》	2020/9/25	3.6	8.4
《急先锋》	2020/9/30	1.6	2.9
《一点就到家》	2020/10/4	1.0	3.1

来源：猫眼专业版，天风证券研究所

7.3. 《紧急救援》等大片定档12月拉升景气度，21年初春节档更值得期待

➤ 后续主要定档影片看，12月原定20年春节档的《紧急救援》将回归，好莱坞系列大片《神奇女侠1984》、郭敬明导演的《晴雅集》以及华谊的《温暖的抱抱》也均定档至12月，上映影片数量及体量明显优于11月。

2020年12月-2021年春节档之前电影

片名	定档日期	导演	出品公司	主演	影片类型	相关上市公司
如果声音不记得	2020年12月4日	落落	北京光线影业、最世文化、五光十色、山南光线影业	章若楠、孙晨竣、王彦霖等	爱情、青春、奇幻	光线传媒
赤狐书生	2020年12月4日	宋灏霖	加雄影业、白马时光、安乐影片、华诱引力、华文映像、抖音文化	陈立农、李现、哈妮克孜等	奇幻、古装、喜剧	
怪物猎人	2020年12月4日	保罗安德森	腾讯影业、康斯坦丁影业、日本东宝株式会社	米拉乔沃维奇、托尼贾、欧阳靖	动作、奇幻	腾讯控股
日不落酒店	2020年12月12日	冯一平	华文风泽、云熙文化、重庆电影、龙枝影业、美感文化、芋头影视	黄才伦、张慧雯、沈腾等	喜剧、奇幻	
紧急救援	2020年12月18日	林超贤	人民交通出版社、中视时尚、英皇影业、腾讯影业、博纳影视、高德云图、猫眼微影	彭于晏、王彦霖、辛芷蕾等	剧情、灾难、动作	英皇国际、博纳影业、猫眼娱乐
神奇女侠1984	2020年12月18日	派蒂杰金斯	华纳兄弟	盖尔加朵、克里斯派恩、克里斯汀韦格	动作、奇幻、冒险	
拆弹专家2	2020年12月24日	邱礼涛	寰宇娱乐、阿里影业、英明文化	刘德华、刘青云、倪妮等	动作、犯罪	阿里影业、寰宇娱乐文化
晴雅集	2020年12月25日	郭敬明	禾和影业、最世文化、新经典影业、上海电影、黑蚂蚁影业、浩瀚星盘、麦特文化、乾坤星宇、猫眼微影、东阳三尚、中铭盛世影业	赵又廷、邓伦、王子文等	奇幻、剧情	上海电影、新经典、猫眼娱乐
送你一朵小红花	2020年12月31日	韩延	联瑞影业、横店影业、儒意影视	易烱千玺、刘浩存、朱媛媛等	剧情、家庭	横店影视
温暖的抱抱	2020年12月31日	常远	爱美影视、华谊兄弟、淘票票影视、欢欢喜喜、无限自在、耀莱影视	常远、李沁、沈腾等	喜剧	华谊兄弟、欢喜传媒、耀莱集团
猎狐行动	2021年1月8日	张立嘉	上海电影、墨客行、上影新浪潮影业、猫眼微影、耳东影业	梁朝伟、段奕宏、夏侯云姗等	剧情、动作、犯罪	上海电影、猫眼娱乐

来源：猫眼专业版APP，Wind，天风证券研究所

7.3. 《紧急救援》等大片定档12月拉升景气度，21年初春节档更值得期待

➤ 2021年春节档已有7部影片定档，包括重磅IP悬疑喜剧大作《唐人街探案3》、奇幻作品《刺杀小说家》《侍神令》、喜剧《你好，李焕英》、IP系列动画《熊出没·狂野大陆》。结合影片表现，以及前期国庆档数据表现，我们认为2021年春节档如正常推进，则有望挑战“最强春节档”。

2021年春节档已定档影片

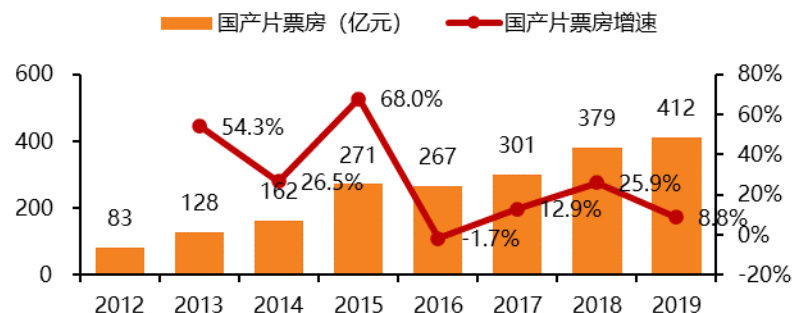
片名	定档日期	导演	出品公司	主演	影片类型	相关上市公司
唐人街探案3	2021年2月12日	陈思诚	万达影视、北京壹同传奇、中国电影	王宝强、刘昊然、妻夫木聪等	喜剧、悬疑	万达电影、中国电影
侍神令	2021年2月12日	李蔚然	工夫影业、网易影业、华谊兄弟	陈坤、周迅、陈伟霆等	奇幻	华谊兄弟
刺杀小说家	2021年2月12日	路阳	华策影业、自由酷鲸、阿里影业、聚合影联	雷佳音、杨幂、董子健等	奇幻、动作、冒险	华策影视、阿里影业
熊出没·狂野大陆	2021年2月12日	丁亮、邵和麒	华强方特、横店影业、乐创影业、联瑞影业、猫眼微影	谭笑、张秉君等	喜剧、科幻、动画	猫眼娱乐
你好，李焕英	2021年2月12日	贾玲	北京文化、北京大碗、新丽传媒	贾玲、沈腾、陈赫等	喜剧、剧情	北京文化
人潮汹涌	2021年2月12日	饶晓志	艺言堂影视、英皇影业、光线影业、一怡以艺	刘德华、肖央、万茜等	剧情、喜剧、犯罪	光线传媒
新神榜：哪吒重生	2021年2月12日	赵霁	追光人动画、阿里影业、博纳文化、哔哩哔哩影业	杨天翔、张赫、宣晓鸣等	动作、奇幻、动画	博纳影视、阿里影业

来源：猫眼专业版APP，Wind，天风证券研究所

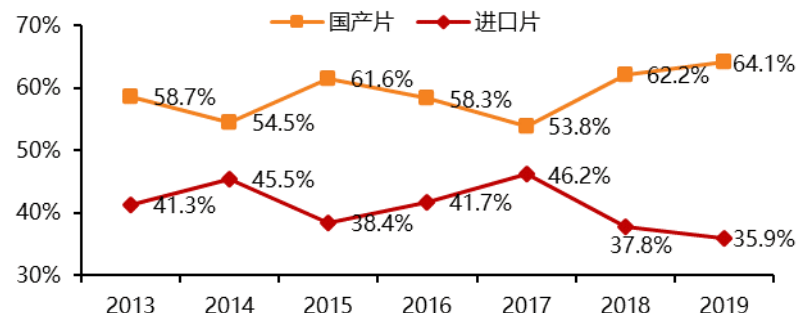
7.4. 制片公司：国产影片竞争力提升，龙头公司储备丰富

- 从国产片近年票房表现看，国产片票房占比逐渐提升，同时头部效应愈发明显。2019年国产片票房达到412亿元，票房占比提升1.9pct至64.1%。集中度看，TOP10和TOP20国产电影票房占比逐年提升，19年TOP10国产片票房占比62%。
- 2020年电影市场复工后国产片成为票房绝对主力，其中固然有疫情对于好莱坞影片影响，但我们认为国产片内容质量提升和观众文化认同度为更重要的原因，国产片竞争力提升趋势将持续。

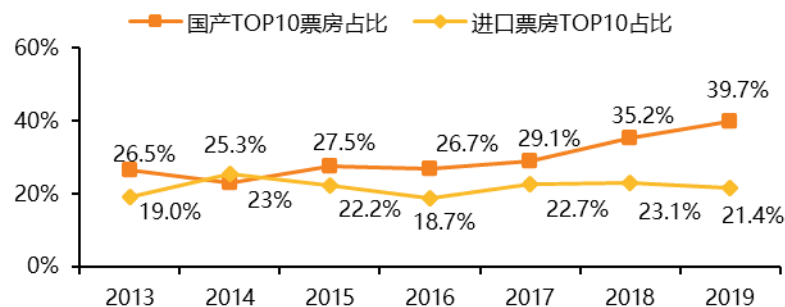
2012-2019年国产片票房及增速（亿元）



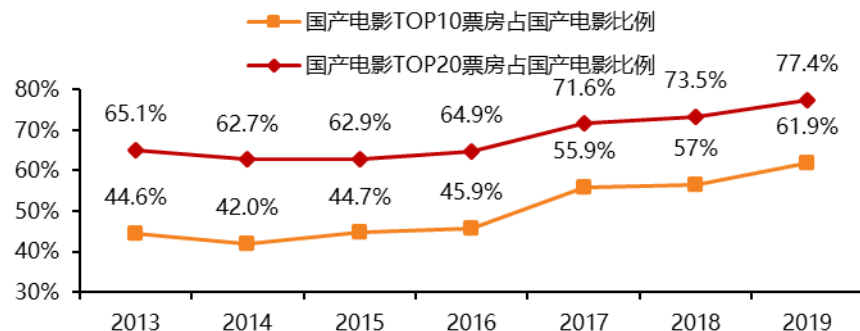
2013-2019年国产进口片票房占总票房比例



2013-2019年国产及进口TOP10票房占总票房比例



2013-2019年国产影片TOP10/20票房占国产电影总票房比重



来源：猫眼电影，天风证券研究所

7.4. 制片公司：国产影片竞争力提升，龙头公司储备丰富

- 国产片竞争力的逐步提升有利于电影制作公司空间的进一步打开，而头部效应趋势下，具备多年制作经验、行业地位、相对充足资金、资源的龙头公司优势有望增强，疫情更加速了供给侧的被动出清。
- 后续来看，各上市公司储备丰富，光线传媒后续储备有张艺谋《坚如磐石》、动画电影《深海》等，华谊第七季H计划发布2020-2021年18部影片，万达电影9月公布了2021-2022年片单。

光线传媒预计上映影片及制作中影片（根据20年中报披露）

序号	电影名称（暂定）	（预计）上映时间	主要演职人员
1	妙先生	2020年7月31日	导演：李凌霄
2	八佰	2020年8月21日	导演：管虎 主演：张译、李卓航、刘云龙
3	荞麦疯长	2020年8月25日	导演：徐展雄 主演：马思纯、黄景瑜、钟楚曦
4	我的女友是机器人	2020年9月11日	主演：包贝尔、辛芷蕾
5	姜子牙	2020年10月1日	导演：程腾、李炜
6	墨多多谜境冒险	待定	导演：王竞 主演：秦昊
7	如果声音不记得	2020年12月4日	导演：落落
8	明天会好的（原名西晒）	待定	导演：袁媛
9	会飞的蚂蚁	待定	主演：章宇
10	坚如磐石	待定	导演：张艺谋
11	人潮汹涌	2021年2月12日	导演：饶晓志 主演：刘德华、肖央、万茜
12	你的婚礼	待定	导演：韩天 主演：许光汉、章若楠

序号	电影名称（暂定），选取中报披露进度已在制作中和引进中的影片
1	深海
2	星游记之冲出地球
3	大鱼海棠2
4	西游记之大圣闹天宫
5	凤凰
6	魁拔
7	鬼列车
8	大理寺日志
9	八仙过大海
10	茶啊二中
11	我是真的讨厌异地恋
12	透明人
13	革命者
14	五个扑水的少年
15	奔跑吧！爷爷
16	十年一品温如言
17	她的故事
18	爱情回游

华谊兄弟2020-2021第七季H计划发布片单

序号	片名	导演
1	八佰（已上映）	管虎
2	铁道游击队1939	杨枫
3	一直游到海水变蓝	贾樟柯
4	中国试飞师	潘安子
5	春天一岁	冯小刚
6	一条龙	田羽生
7	温暖的抱抱	常远
8	未来的未来	陈正道
9	涉过愤怒的海	曹保平
10	侍神令	李蔚然
11	749局	陆川
12	美人鱼2	周星驰
13	拯救菲拉萌	大卫·西维尔曼
14	刀锋贱客	罗伯·明可夫
15	摇滚藏獒2	马克·巴尔多
16	月球陨落	罗兰·艾默里奇
17	谢里	罗素兄弟
18	胜利号	赵圣熙

来源：光线传媒20年中报，华谊兄弟官方公众号，天风证券研究所

7.4. 制片公司：国产影片竞争力提升，龙头公司储备丰富

万达电影2021-2022年度片单（电影）

序号	类型	片名	导演	影片亮点
1	超级IP	唐人街探案3	陈思诚	
2		寻龙诀2	田里	
3	时代旋律	神舟		载人航天支持参与
4		上甘岭之四十三天		
5	悬疑冒险	吞海		影剧联动
6		三大队		影剧联动
7		误杀2		2019年贺岁档票房冠军续作
8		谜探	高群书	影剧联动
9		鬼吹灯之天星术	西蒙·韦斯特、李依璠	盗墓系列，张涵予、姜武、卢靖姗主演
10	科幻世界	外太空的莫扎特	陈思诚	唐探后IP新类型
11		宇宙探索编辑部	孔大山	《流浪地球》幕后团队集结，王红卫、郭帆监制
12		折叠城市		改编自雨果奖获奖小说《折叠城市》，奥斯卡提名编剧操刀
13	恋恋青春	快把我2哥带走	郑芬芬	兄弟宇宙再续新篇
14		想见你		爆款剧集IP
15		我才不要和你做朋友呢		豆瓣8.2分网剧改编
16		人间告白		影剧联动
17	动画天地	海底小纵队		
18		新大头儿子和小头爸爸4		

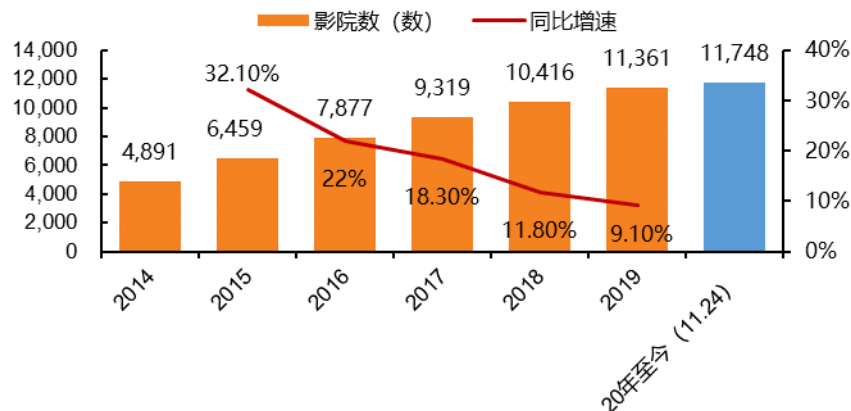


来源：万达传媒官方公众号，天风证券研究所

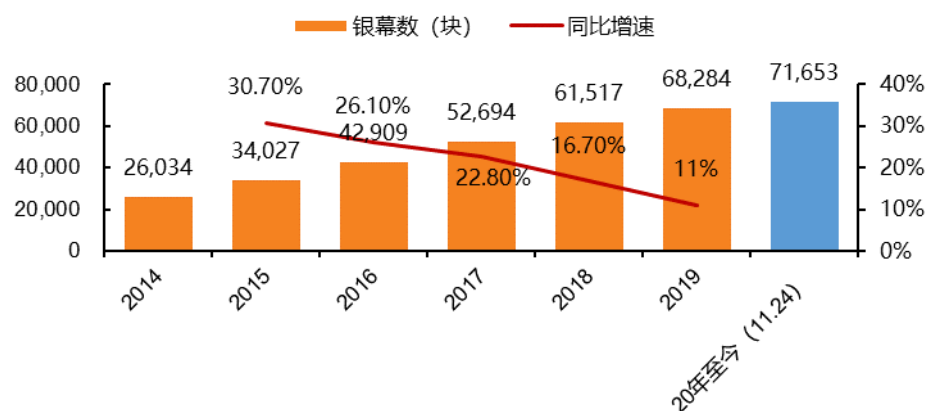
7.5. 院线：疫情或将加速出清，行业整体复苏直接利好渠道回暖

➤ 院线公司固定成本较高，前期停业状态下，影院仍然面临房租、员工薪酬等现金支出，疫情或将加速长尾影院出清，而头部公司具备较强的资金实力，抵御风险的能力更强，市占率有望加速提升。同时行业整体复苏将直接助力院线公司收入回暖。

2014-2019年，2020年至今全国影院数及同比增速



2014-2019年，2020年至今全国银幕数及同比增速



2018-2019年，2020年至今TOP10院线市占率及同比变化

序号	院线	2018	2019	2020至今 (11.24)	2020年市占率同比变化
1	万达院线	13.40%	13.80%	14.78%	0.90%
2	大地院线	9.80%	9.70%	9.69%	0.10%
3	上海联合院线	7.90%	8.00%	7.52%	-0.50%
4	中影数字院线	7.30%	7.00%	7.40%	0.20%
5	中影南方新干线	7.40%	7.20%	6.89%	-0.40%
6	横店院线	4.30%	4.20%	4.32%	0.40%
7	中影星美	6.40%	5.30%	4.30%	-0.80%
8	广州金逸珠江	5.00%	4.90%	4.13%	-0.70%
9	江苏幸福蓝海院线	3.40%	3.90%	3.96%	-0.02%
10	华夏联合	3.40%	3.70%	3.60%	-0.03%

2018-2019年，2020年至今TOP10影投市占率及同比变化

序号	影投	2018	2019	2020至今 (11.24)	2020年市占率同比变化
1	万达	13.47%	13.17%	14.17%	1.00%
2	大地	4.79%	4.43%	4.89%	0.45%
3	横店	3.73%	3.57%	3.64%	0.07%
4	CGV	2.77%	2.90%	2.91%	0.01%
5	中影	2.85%	2.87%	2.61%	-0.26%
6	金逸	2.70%	2.67%	2.28%	-0.39%
7	博纳	1.47%	1.67%	1.60%	-0.07%
8	幸福蓝海	1.46%	1.63%	1.57%	-0.06%
9	百老汇	1.60%	1.61%	1.56%	-0.04%
10	UME	1.43%	1.29%	1.33%	0.04%

来源：艺恩数据，灯塔专业版，天风证券研究所

7.6. 板块观点和重点标的

电影行业：

- 电影行业逐步复苏，20年国庆档优异票房表现验证市场观影热情和对优质内容的认可，明年春节档景气度有望持续回升。作为在20年遭受疫情重击的行业，21年我们认为将逐步复苏，同时在行业寒冬带来的供给侧被动出清趋势下，龙头公司的集中度优势有望提升；风险则在于疫情反复的不确定性。
- 标的方面，板块龙头具备长线价值，单项目适合低预期时期关注。
- 院线及内容龙头推荐【万达电影】，公司30亿再融资顺利完成，为明年影城建设提供充沛资金，在精细运营下，行业复工后万达影投市占率获得明显提升。内容方面，2021年春节档《唐探3》可期，新IP系列《外太空的莫扎特》定档暑期。关注【横店影视、中国电影】等。
- 制片公司推荐【光线传媒】，公司牢牢把握动画电影优质赛道，明年预计上映动画电影《深海》、张艺谋《坚如磐石》等。
- 【华谊兄弟】从产业巨头参与定增到《八佰》验证主业优势逐步回归，《侍神令》定档2021年春节档，持续关注。

电影行业核心公司估值

证券简称	总市值（亿元）	2020E净利润 （亿元）	2021E净利润 （亿元）	20E同比增速	21E同比增速	2020PE	2021PE
万达电影	394	-20.91	16.06	-	扭亏为盈	-18.84	24.53
光线传媒	366	4.10	10.90	-56.76%	166.11%	89.22	33.56
华谊兄弟	122	-2.89	4.64	-	扭亏为盈	-42.22	26.30
横店影视	114	-3.14	3.77	-	扭亏为盈	-36.16	30.16
中国电影*	241	-2.48	11.02	-	扭亏为盈	-96.96	21.86

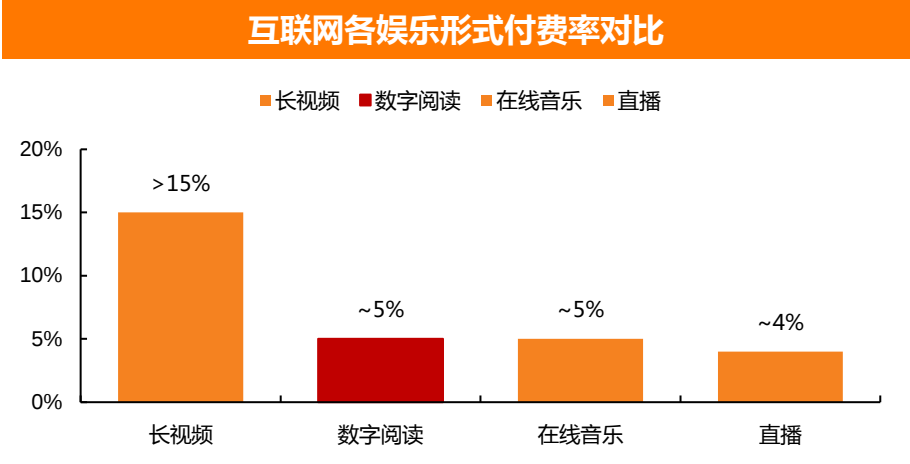
来源：Wind、天风证券研究所；估值数据截至2020年12月15日，净利润预期未标注公司来自天风证券预测数据，标注*公司来自万得一致预期。

目录

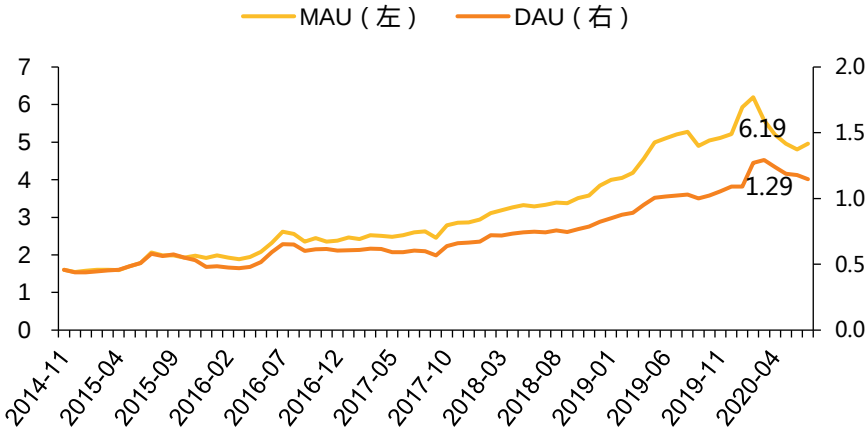
1. 互联网：数字化浪潮涌动，互联网经济加速发展
2. 短视频：流量新高地，龙头优势明显，商业化提速打开业绩空间
3. 电商：疫情加速革新，行业烽火再起
4. 游戏：格局变化新机遇，龙头底部蓄势发
5. 营销：新消费崛起创造需求，紧抓能够破圈的质优渠道龙头
6. 长视频：存量竞争下，内容价值提升，变现探索并行
7. 电影：行业进入景气恢复周期，供给被动出清龙头优势提升
8. 阅读：新模式引巨头入局，行业变革孕育新机会
9. 玩具：国内需求扩张，龙头崛起，市场广阔
10. 投资建议

8. 阅读：免费模式带来新一轮流量增长，头条异军突起

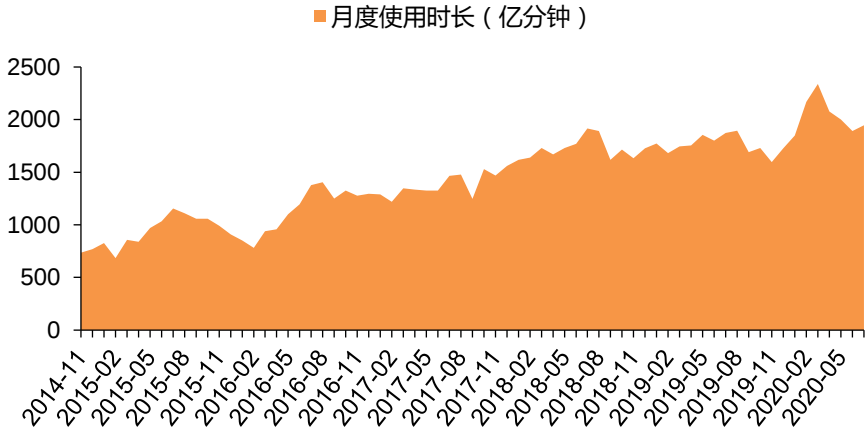
- 在线阅读行业长期受盗版侵蚀，付费率止步5%，提升困难。2018年免费阅读兴起，有效挖掘用户增量，推动在线阅读用户数新一轮增长。
- 2020Q1受益于疫情以及包括番茄免费小说在内的免费阅读app用户数高速增长，行业总用户时长实现跳涨，期间，在线阅读APP不去重MAU峰值曾达到6.19亿，DAU峰值1.29亿。



独立在线阅读APP不去重MAU/DAU情况（亿）



独立在线阅读APP月使用总时长变化（亿分钟）

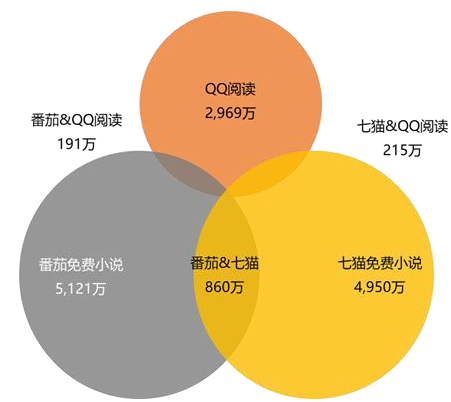


资料来源：Questmobile，公司公告，天风证券研究所

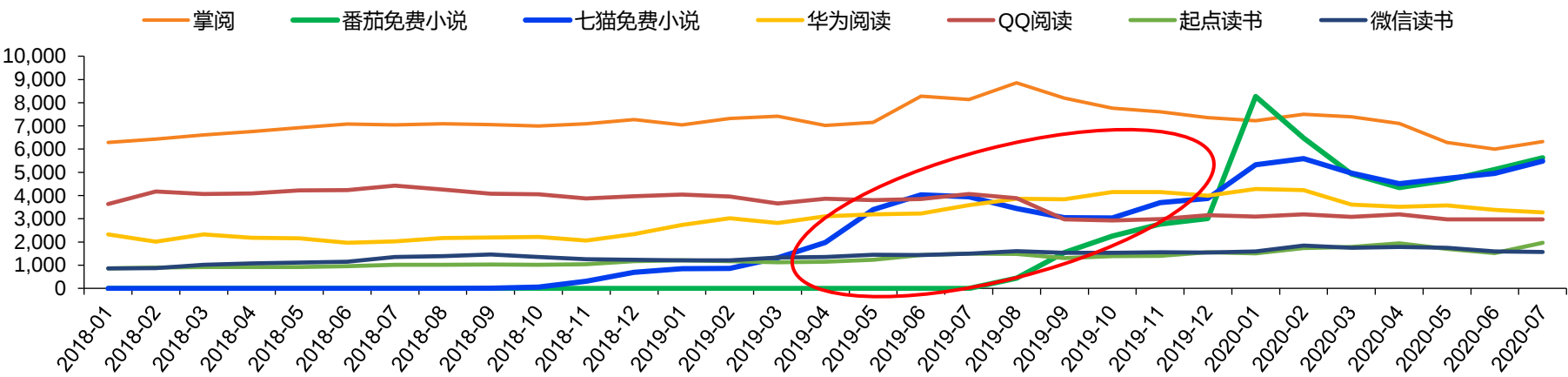
8. 阅读：免费模式带来新一轮流量增长，头条异军突起

- 免费阅读拉动新一轮流量增长主要是因为付费阅读和免费阅读目标用户具有较大差异。免费阅读用户较为集中在低学历、低线城市的下沉市场；而付费阅读用户拥有高学历、相对集中在一二线城市。由于低线城市互联网用户目前仍处于版权付费意识薄弱、对价格非常敏感且愿意牺牲用户体验享受免费产品的阶段，免费阅读模式对拓宽阅读行业下沉市场十分有利。
- 从具体的付费阅读产品QQ阅读与免费阅读产品番茄免费小说和七猫免费小说的重合度来看，付费阅读与免费阅读的用户重合度较低。

QQ阅读、番茄小说和七猫小说2020年6月用户重叠度分析



在线阅读头部APP MAU变化趋势 (万人)



资料来源：Questmobile，公司公告，天风证券研究所

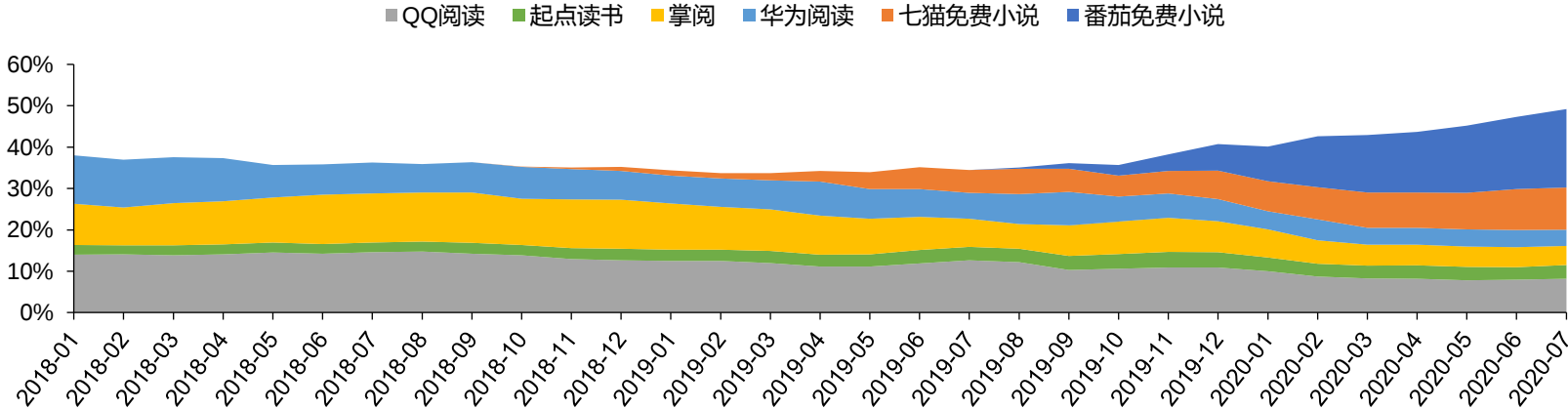
8. 阅读：免费模式带来新一轮流量增长，头条异军突起

- 竞争格局方面，字节跳动旗下番茄免费小说通过买量，用户规模上升较快，从使用时长看，番茄免费小说时长份额已扩大至接近20%水平，成为行业时长份额最高的独立阅读APP。
- 但由于字节跳动在阅读领域起步较晚，内容积累相对传统玩家薄弱，随着番茄份额持续扩大，其对内容需求也更加旺盛，今年以来，先后和中文在线签订《框架合作协议》、受让掌阅科技股份成为第三大股东，以锁定内容供给。

字节跳动与中文在线和掌阅科技达成合作

合作方	合作内容
中文在线	双方签订《框架合作协议》，将围绕音频作品授权使用，主播生态联合打造，音频内容共建，数字版权授权番茄小说等平台使用，知名IP作品授权番茄小说、西瓜视频等平台使用开展合作。
掌阅科技	掌阅科技控股股东与字节跳动全资子公司量子跃动签订了《股份购买协议》，控股股东拟转让公司11.23%的股份给量子跃动，双方将深化版权分发、推广投放等的业务合作

在线阅读头部APP 用户时长份额变化趋势



资料来源：Questmobile，公司公告，天风证券研究所

8. 阅读：板块观点及重点标的

- **版权保护持续推进、免费阅读兴起以及巨头入局给行业带来新增量，格局变化孕育新机会，板块重点关注公司包括：**
- **掌阅科技：**作为行业领先的付费阅读运营方，掌阅的版权内容及付费阅读业务对字节跳动有重要战略价值。我们预计公司2020-2021年归母净利润2.65亿/4.09亿，当前市值对应2021P/E 34倍。
- **阅文集团：**作为腾讯控股的阅读行业龙头公司，收拢行业半数作者和作品数，垄断头部优质内容，我们认为优质文学内容IP运营空间广阔，可释放文学内容深层价值，新任管理层于2020年4月底上任，当前公司仍然处于业务过渡期，部分业务公司未来将要采取的具体策略尚待观察，但我们看好公司业务企稳向好趋势。

在线阅读行业核心公司估值

公司	总市值（亿元）	P/S			P/E		
		19A	20E	21E	19A	20E	21E
掌阅科技	140	7.4	6.5	5.7	86.7	52.6	34.2
阅文集团	488	5.8	6.4	4.8	40.8	922.9	45.1

资料来源：Wind，天风证券研究所，估值数据截至2020年12月15日，Wind一致预期

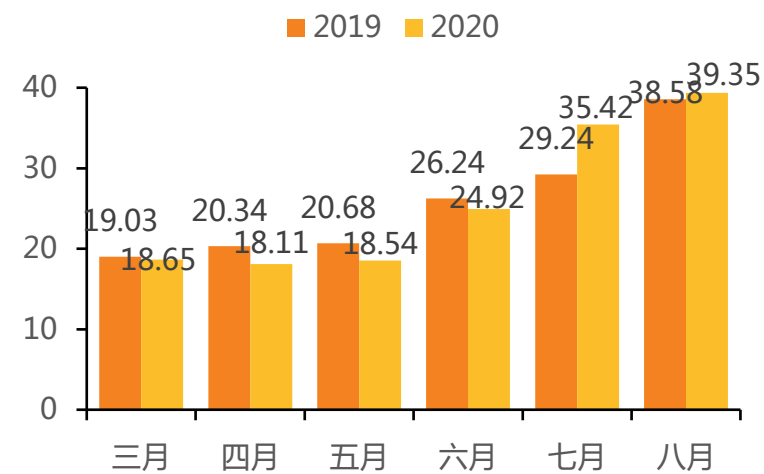
目录

1. 互联网：数字化浪潮涌动，互联网经济加速发展
2. 短视频：流量新高地，龙头优势明显，商业化提速打开业绩空间
3. 电商：疫情加速革新，行业烽火再起
4. 游戏：格局变化新机遇，龙头底部蓄势发
5. 营销：新消费崛起创造需求，紧抓能够破圈的质优渠道龙头
6. 长视频：存量竞争下，内容价值提升，变现探索并行
7. 电影：行业进入景气恢复周期，供给被动出清龙头优势提升
8. 阅读：新模式引巨头入局，行业变革孕育新机会
9. 玩具：国内需求扩张，龙头崛起，市场广阔
10. 投资建议

9.1. 玩具行业概况：疫情期间强势反弹，市场增长空间广阔

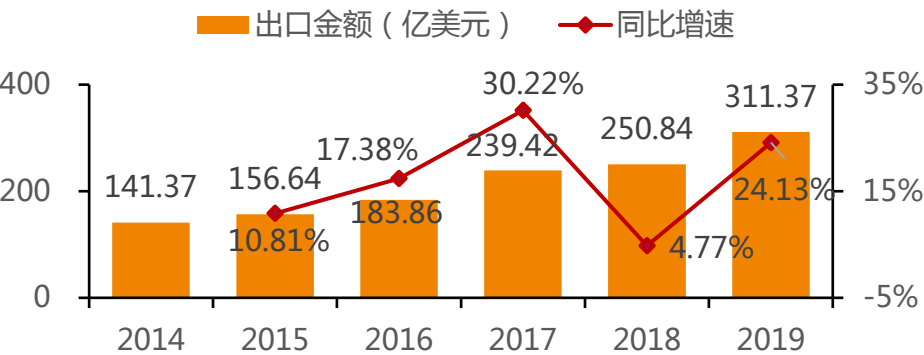
- 中国的玩具行业主要以外销为主，内销为辅，国内玩具行业规模远高于内销的市场规模。中国作为全球最大的玩具生产国，以及全球第二的玩具消费国，国家统计局数据显示中国玩具行业出口规模由14年141.37亿美元增长至19年311.37亿美元，19年中国玩具内销市场规模为759.7亿元（出口内销比约为3:1），同比增长7.8%，规模全球第二，占比约为15%。
- 疫情下的出口及需求增长的内销都有较大增长空间，我国玩具市场逐步扭转颓势。受疫情等因素影响，今年1-6月中国玩具出口出现负增长，1-2月同比下降26.8%，3-6月的下滑趋势逐渐收窄，7，8月出口额实现反超。疫情冲击下，海外其他市场的生产力不如国内，国内消费需求随着品牌意识的提升、线上消费的普及正在扩张。

2019-2020中国玩具出口对比图（亿美元）



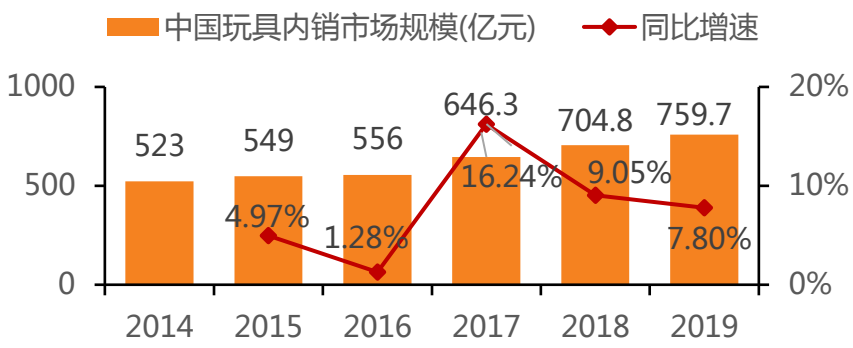
来源：国家统计局、天风证券研究所

2014-2019中国玩具出口规模



来源：国家统计局、天风证券研究所

2014-2019中国玩具行业内销市场规模



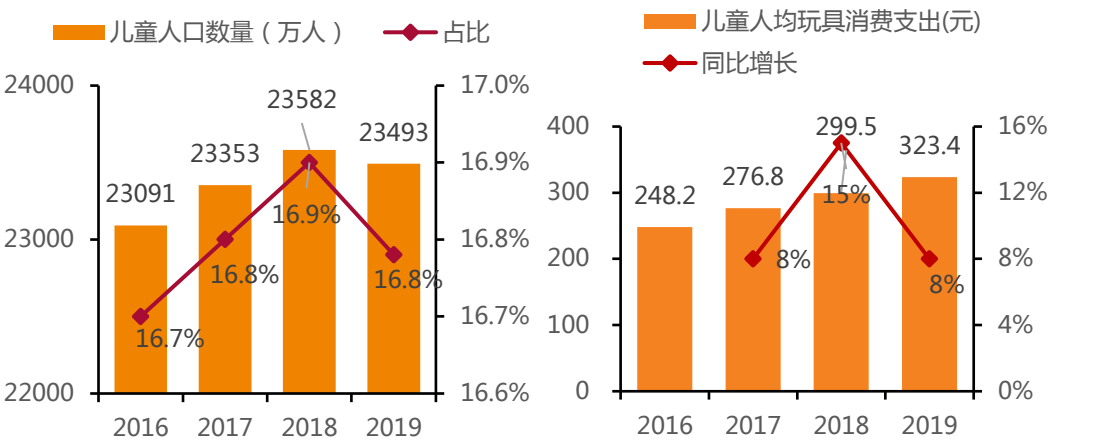
来源：中国玩具和婴童用品协会、天风证券研究所

9.2. 国内K12玩具市场具有明显增长潜力

- ①欧睿国际统计，2018年我国家庭平均玩具消费支出为268.5元。这一水平不仅与欧美发达国家动辄1000-2000元的消费水平对比悬殊，即便与巴西、俄罗斯等国也存在不小差距。②根据中国玩具和婴童用品协会的报告，59.4%的受访消费者计划2020年增加购买玩具的支出，12.2%的受访消费者计划2020年减少购买玩具的支出。我国2019年0-14岁儿童人均玩具消费323.4元，同比增长8%。数据表明我国人均玩具消费仍未饱和，有着进一步的上升空间。
- 随着居民收入增加、购买力提升，国内玩家的消费意愿提高与适龄玩家数量稳定形成了玩具行业发展的基本盘。

2016-2019中国0-14岁儿童数量

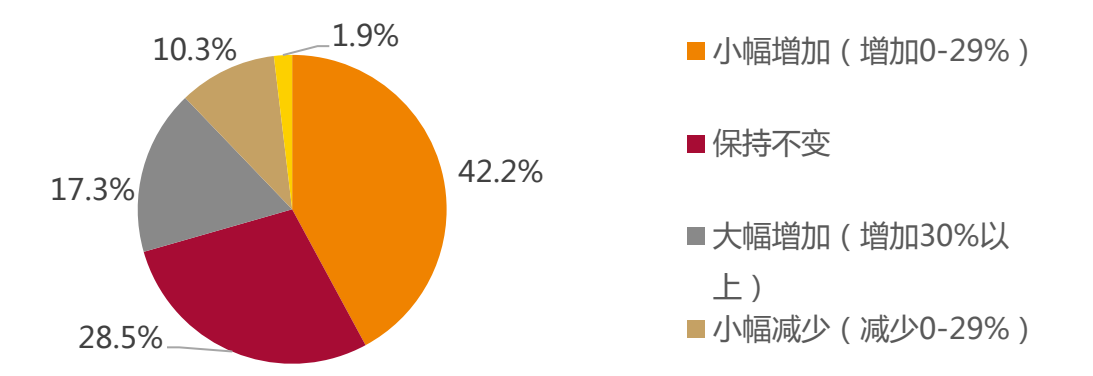
2016-2019中国0-14岁儿童平均玩具消费



来源：国家统计局、天风证券研究所

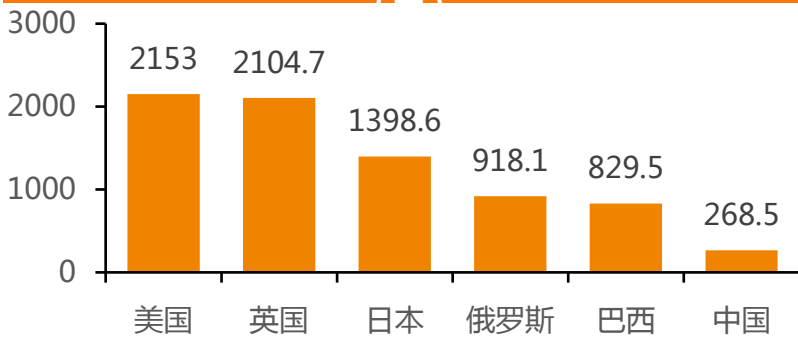
来源：中国玩具和婴童用品协会、天风证券研究所

2020年消费者购买玩具预计支出变化



来源：CLE中国、天风证券研究所

2018全球主要玩具消费地区家庭平均玩具消费支出对比



来源：欧睿国际、中国产业信息网、华经产业研究院、天风证券研究所

9.3. 行业市场集中度低，国内玩具龙头正在崛起

- 中国玩具行业产业集群发展明显。我国玩具企业具有显著的区域分布特征，主要集中在广东、浙江、江苏、上海等沿海地区。
- 中国国产自主品牌主要集中在中、低端产品制造领域，在世界玩具产业分工中处于产业链末端。在激烈的市场竞争中，泡泡玛特、奥飞娱乐、美盛文化、星辉娱乐、IP小站、高乐股份等玩具企业及时转型，在玩具品牌、IP设计方面有所突破，逐渐建立自主的品牌，目前国内玩具产业正往中高端制造及自主品牌方向发展，但单企业市场份额占比均不足2%（右下图），单个企业市场占有率低。
- 按泡泡玛特的发展速度，国内玩具龙头品牌的市占率正在崛起，我们估计是由于国内玩具质量的提升以及品牌认可度的提升，正在“抢占”进口玩具的市场。在19年天猫双十一购物节中，按零售价值计，泡泡玛特在天猫玩具品牌旗舰店中排名第一。

国内部分玩具企业业务概况	
公司简称	玩具业务简介
泡泡玛特	覆盖潮流玩具产业链（艺术家发掘、IP运营、消费者触达及潮流玩具文化的推广）的一体化平台。
奥飞娱乐	通过自主设计或取得授权，开发设计、生产制造各类型玩具并通过相关渠道进行销售。主要产品有变形金刚、人偶、装备、陀螺、悠悠球、四驱车、积木、婴幼儿玩具。
高乐股份	拥有独立的“GOLDLOK”品牌和涵盖研发、设计、模具制造、生产、销售。主要产品包括电子电动玩具、塑胶玩具、毛绒玩具、IP形象授权玩具等。
美盛文化	生产IP衍生产品，主要为动漫服饰、动漫玩具等文化消费品。
星辉娱乐	动态车模、静态车模、收藏型车模和电动童车、儿童自行车等重点婴童产品、研发及销售。
奇士达	主要生产智能车模，大部分产品为奇士达品牌产品和公司与知名汽车制造商推出的联合品牌产品，但也通过OEM、ODM模式以海外客户品牌制造部分产品。

来源：各公司公告、天风证券研究所

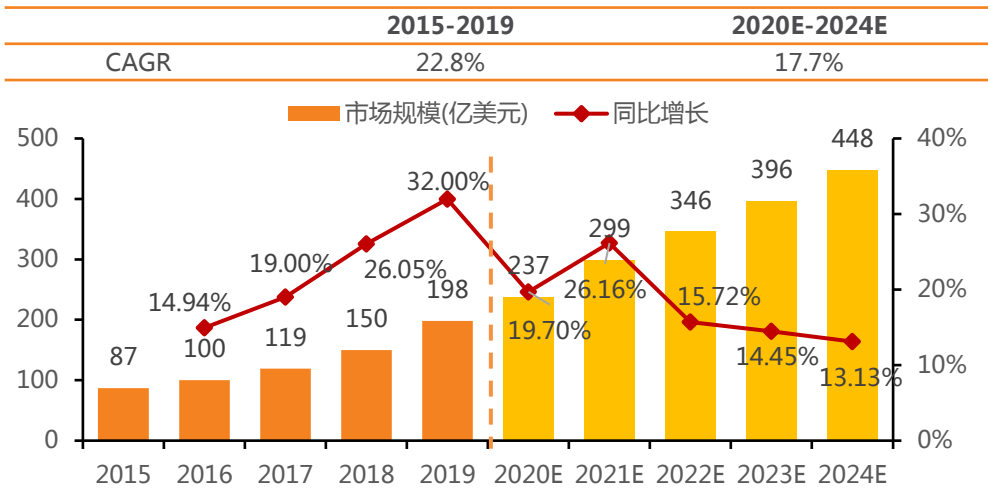
2019主要上市公司玩具销售收入以及行业比重		
公司名称	销售收入（亿元）	行业占比
奥飞娱乐	12.62	1.66%
邦宝益智	5.18	0.68%
高乐股份	5.08	0.67%
星辉娱乐	4.5	0.59%
美盛文化	4.05	0.53%
奇士达	3.23	0.42%

来源：各公司公告、天风证券研究所 注：行业占比=销售收入/中国玩具内销规模，由于玩具内销规模在9.2分析中主要是指K12玩具，所以未讨论泡泡玛特的市场占有率，在后面潮玩部分会进行分析。

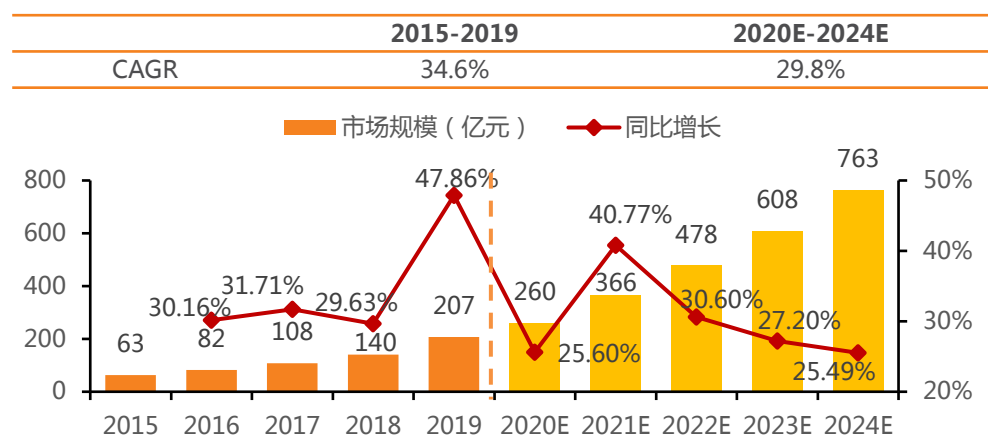
9.4. 潮玩行业迅速发展，密切关注潮玩行业龙头泡泡玛特上市

- **全球潮流玩具市场规模：在潮流文化迅速发展的驱动下**，全球潮流玩具市场规模自2015年的87亿美元增长到2019年的198亿美元，复合年增长率为22.8%；2024年全球潮流玩具市场规模将达到448亿美元，复合年增长率为17.7%。
- **中国潮流玩具市场规模快速增长**。整体市场规模由2015年的63亿元增加道2019年的207亿元，复合年增长率为34.6%。受潮流玩具在国内受欢迎程度不断增加，潮流玩具市场规模预期将在未来5年获得29.8%的复合年增长率，并于2024年达到763亿元。根据Frost&Sullivan，2019年按零售价值计，五大市场参与者于中国潮流玩具零售市场所占的市场份额分别为8.5%（泡泡玛特）、7.7%、3.3%、1.7%以及1.6%。
- 泡泡玛特作为潮玩行业龙头，是拥有覆盖产业链（IP运营、OEM生产、消费者接触以及潮流玩具文化推广）的整合平台的唯一参与者。拥有MOLLY、DIMOO等系列IP潮玩产品，目前泡泡玛特已通过港交所聆讯，并于12月1日正式公开招股，4日完成定价，12月11日正式挂牌上市香港IPO股票发行价设在每股38.50港元，净筹资50.3亿港元，对应估值530亿港元，

2015-2024年（估计）全球潮流玩具市场规模（按零售价值计）



2015-2024年（估计）中国潮流玩具市场规模（按零售价值计）

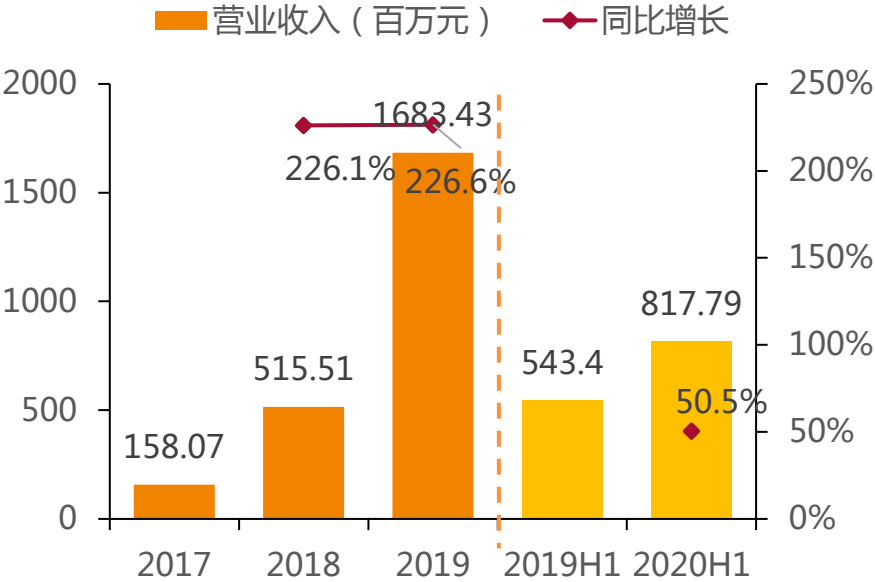


来源：Frost & Sullivan，泡泡玛特招股说明书，天风证券研究所

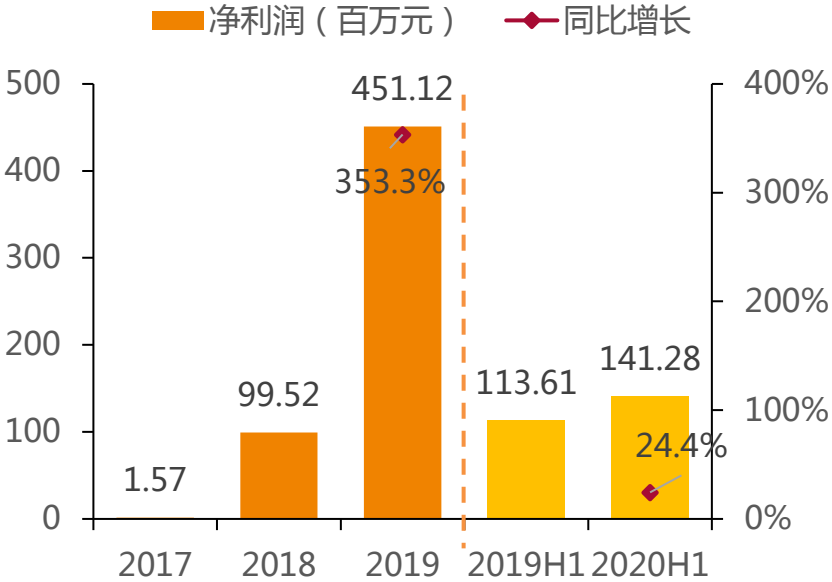
9.5. 泡泡玛特：营业收入、净利润均大幅增长，线下门店带动销量

泡泡玛特近三年来凭借涵盖潮流玩具全产业链的一体化平台，营业收入和净利润保持持续增长能力。公司2017-2019年营业收入每年保持在200%以上的快速增长，从2017年不到2亿增长到2019年16.83亿，2020年H1为8.20亿，同比增长50.5%；公司净利润同步保持大幅增长，2017-2019年净利润分别为157万元、0.99亿元和4.51亿元，增长率分别为6238.9%和353.3%；2020年H1为1.41亿，同比增长24.4%。**公司业绩的大幅增长主要来源于公司线下门店和机器人店数量增加以及较高的同店收益增长率。**根据弗若斯特沙利文报告，分别以2019年的收益及2017年至2019年的收益增长计，泡泡玛特是中国最大且增长最快的潮流玩具公司。公司作为中国潮流玩具文化的开拓者及主要推广者，已经成为全中国最具受欢迎的潮流玩具品牌。

泡泡玛特2017-2019、2019H1和2020H1营业收入



泡泡玛特2017-2019、2019H1和2020H1净利润



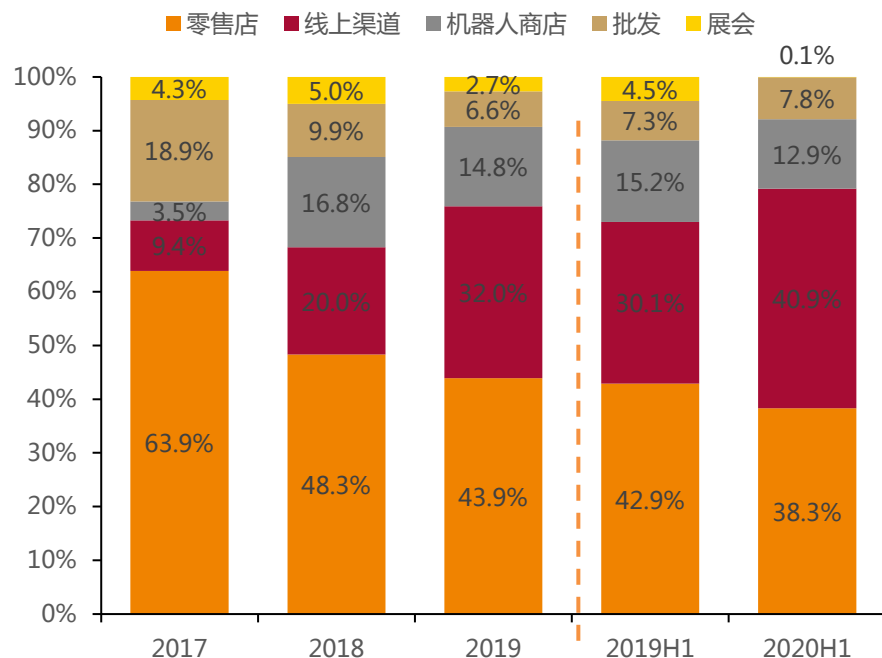
来源：泡泡玛聆讯后资料集、天风证券研究所

注：2018年净利润同比增长6238.9%

9.6 泡泡玛特：线上、机器人商店成为亮点，同店收益增长

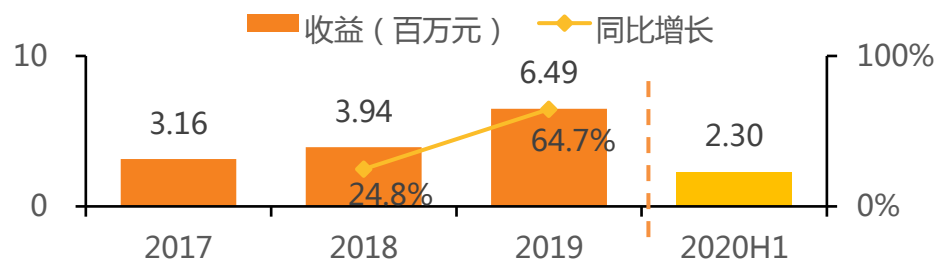
- 零售店为公司最主要的销售渠道，但近三年公司从线上渠道和机器人商店获得的收入逐步增加。零售店收入2020H1年贡献了总收入的38.3%；线上渠道收入占比则从2017年总收入的9.4%上升到2019年的32.0% 2020H1为40.9%；机器人商店收入占比从2017年总收入的3.5%增长到2019年的14.8%，2020H1为12.9%。线上渠道2020H1收入3.34亿元，机器人商店2020H1收入1.06亿元。
- 机器人商店和零售店每家店的平均收入大幅提高。2019年机器人商店平均收入30万元/家，17年为13万元/家。2019年零售商店平均收入649万元/家，17年为316万元/家。

泡泡玛特2017-2019、2019H1和2020H1分渠道收入占比

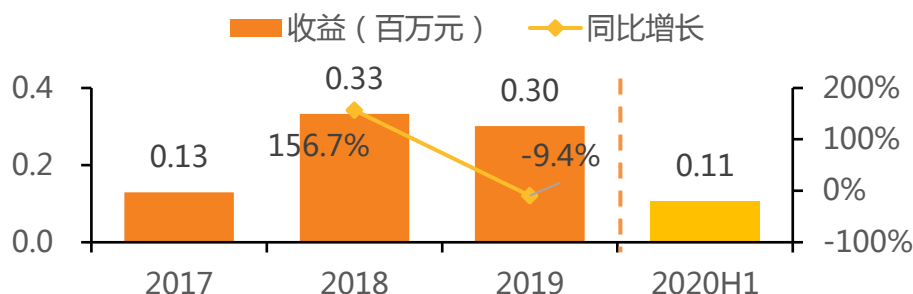


来源：泡泡玛特财报、公开资料、大风证券研究所

2017-2019、2020H1零售店平均收入



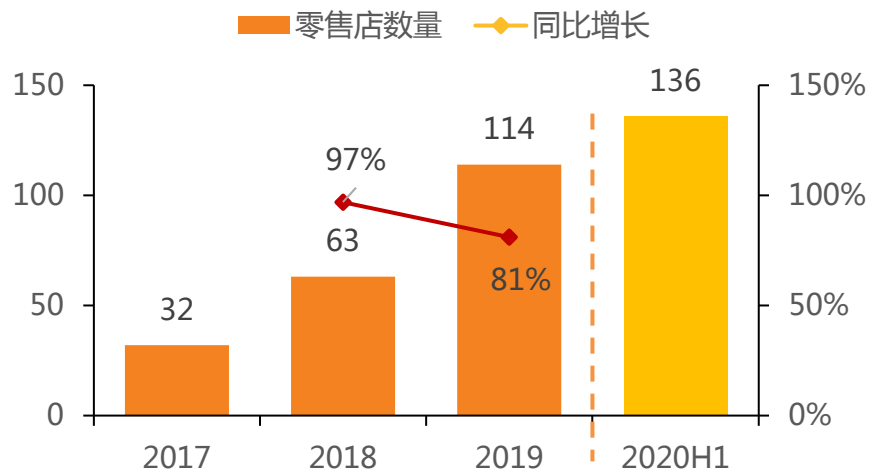
2017-2019、2020H1机器人商店平均收入



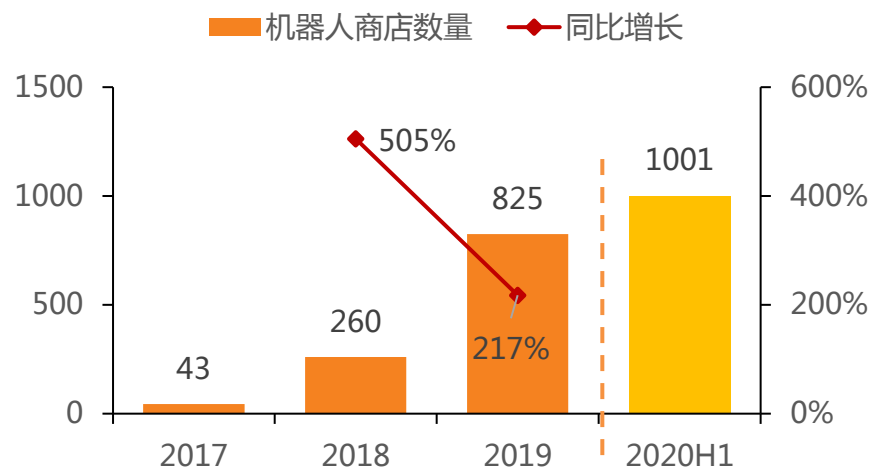
9.7 泡泡玛特：线下渠道增长迅速，覆盖面扩大

- 泡泡玛特在全国建立了广泛的销售渠道网络，2020年上半年包括：(i)136家直营零售店，主要布局一、二线城市，其中北京（35家）、上海（18家）、辽宁（10家）、广东（10家）、山东（8家）、四川（7家）等地分布较密集；(ii)1001家机器人商店，机器人商店以购物中心为主要投放地，并通过广泛铺设机器人商店覆盖零售店未涵盖区域，凭借业绩反馈为零售店拓展提供数据洞察；(iii)在线渠道，包括天猫旗舰店、泡泡抽盒机、葩趣及其他主流电商；(iv)每年举办的北京国际潮玩展及上海国际潮玩展；(v)批发渠道，包括经销商及批量采购的公司客户。其中机器人商店、泡泡抽盒机均主要用于销售盲盒产品。
- 今年上半年受疫情影响，直营零售店与机器人商店的铺设受阻。我们认为，随着下半年疫情得到持续有效控制，以及海外渠道逐渐铺开，下半年直营零售店与机器人商店新增数量将会大幅增加，我们预计截至2020年12月31日，直营零售店数量约为190家，机器人商店约为1500家。2022年预计新增100家直营零售店和1000家机器人商店。

2017-2019、2020H1零售商店数量



2017-2019、2020H1机器人商店数量



来源：泡泡玛特聆讯后资料集、天风证券研究所

9.8 板块观点和重点标的

- 新消费的“新”主要来自于以网络等为代表的现代信息技术对于消费的升级改造，并给消费行业带来深刻变化。潮流玩具的发展趋势符合新消费属性，包括消费场景的转变（泡泡玛特线上渠道占比的逐步提升）、消费内容的扩张（具备社交属性的潮流玩具日趋火热）、消费信息的延伸（自来水效应、明星带货、跟风效应等）。
- 【泡泡玛特】作为潮玩龙头，成立于2010年，公司早期为传统的创意产品渠道商，2015年开启向IP孵化运营商的转型，经过多年发展，公司围绕艺术家挖掘、IP孵化运营、消费者触达以及潮玩文化推广与培育四个领域，逐渐成长为覆盖潮流玩具全产业链的综合运营平台。20年6月1日，公司于港交所递交招股说明书，赴港上市，pre-IPO轮融资估值39x，并于12月11日正式挂牌上市，香港IPO股票发行价设在每股38.50港元，净筹资50.3亿港元，对应估值530亿港元，上市后首日最高突破1100亿港元，当前估值1006亿港元。作为新消费龙头，我们下面列出各赛道新消费龙头估值，对应21年静态估值为76.54x。建议持续关注【泡泡玛特】。
- 其他个股，【奥飞娱乐】21年疫情后业绩修复，盲盒业务开拓发展。

新消费公司估值								
证券简称	总市值(亿元)	2019A净利	2020E净利	2021E净利	2020E增速	2021E增速	2020PE	2021PE
海天味业	6380.76	53.53	63.47	75.07	18.57%	18.28%	100.53	85.00
妙可蓝多	191.47	0.19	0.93	3.16	389.47%	239.78%	206.99	60.69
农夫山泉	4881.02	49.49	51.9	63.7	4.87%	22.74%	79.39	64.68
三只松鼠	194.32	2.39	2.55	3.48	6.69%	36.47%	76.14	55.9
爱美客	728.40	3.06	4.16	6.26	35.95%	50.48%	175.24	116.42
平均							127.7	76.54

资料来源：wind、天风证券研究所，注：截至2020年12月15日，来源wind一致预期

目录

1. 互联网：数字化浪潮涌动，互联网经济加速发展
2. 短视频：流量新高地，龙头优势明显，商业化提速打开业绩空间
3. 电商：疫情加速革新，行业烽火再起
4. 游戏：格局变化新机遇，龙头底部蓄势发
5. 营销：新消费崛起创造需求，紧抓能够破圈的质优渠道龙头
6. 长视频：存量竞争下，内容价值提升，变现探索并行
7. 电影：行业进入景气恢复周期，供给被动出清龙头优势提升
8. 阅读：新模式引巨头入局，行业变革孕育新机会
9. 玩具：国内需求扩张，龙头崛起，市场广阔
10. 投资建议

10. 投资建议及风险提示

疫情后数字经济继续快速发展，新增网民数近十年最高，但流量洼地难寻的大格局仍未改变。随着马太效应持续，我们相信新经济赛道的巨头公司，更容易在下沉和年轻市场的新需求，以及5G代表的新技术变革下，抢占更多的用户时间，以及在此基础上裂变出更多的商业模式。因而在2021年继续看好互联网巨头公司，关注其竞争力及细分格局变化。

对于内容产业及线下娱乐而言，在经历2020年又一轮调整后，对于估值低位的A股优质标的并不悲观，2021年的超额收益来自行业边际改善及业绩修复拐点，以及市场风险偏好提升下的估值修复机会，我们对于细分赛道龙头持续推荐逻辑不变。

1) 互联网行业整体，互联网龙头关注【腾讯、阿里巴巴、美团、哔哩哔哩、百度、芒果超媒、网易】等及【字节跳动】（未上市），在线金融龙头关注【东方财富】。

2) 短视频板块，用户数及使用时长不断上涨，成为互联网流量新高地；龙头集中度提升，抖音快手稳居头部地位竞争优势明显；平台商业化提速打开业绩成长空间；持续关注【快手】、【字节跳动】上市进程。

3) 电商板块，20半年受疫情推动，电商渗透率创历史新高，行业新增增长点如社区团购不断涌现，板块维持较高景气度，但同时需关注反垄断法对板块影响，标的【京东、拼多多、阿里巴巴、唯品会】、港股【中国有赞、微盟集团】、A股【值得买】等；

4) 游戏板块，手游市场Q4大作频出，季度环比增长趋势有望持续。巨头竞争有望带动新一批合作CP崛起，以及催化短视频流量往游戏内容方向转移。随着各大公司游戏上线周期的变化，11月下旬买量压力放缓，后续关注重要产品预期及兑现情况，基本面决定分化。标的详见正文。

5) 营销板块，疫情影响已逐步消减，宏观经济状况明显转晴，广告投放线上化趋势加速，Q4消费旺季及21年整体经济形势恢复可期催化行业增量。广告渠道多元化，短视频行业抢占用户时长使得广告投放上升，同时线下广告（尤其是电梯媒体）价值凸显值得关注。新消费品牌崛起淘汰“淘品牌”，以差异化迭代产品，聚焦细分市场，线上线下全渠道布局，多元化营销引发热潮，短视频、梯媒在此过程中有望受益。关注营销优质赛道【分众传媒、视觉中国、引力传媒、蓝色光标】等。

6) 长视频板块，行业整体趋于流量的存量竞争状态，平台更加需要依靠内容吸引力和独特性来获得更多市场份额；各大视频网站明年内容布局，ARPU提升节奏以及衍生生态拓展值得关注，标的【芒果超媒】，地方媒体龙头【新媒股份】，制作公司【华策影视】；其他关注版权库【捷成股份】等。

7) 电影板块，21年行业有望逐步复苏，同时在行业寒冬带来的供给侧被动出清趋势下，龙头公司的集中度优势有望提升，风险则在于疫情反复的不确定性，标的关注优龙头【万达电影、光线传媒】；其他关注院线【横店影视、中国电影】、制片【华谊兄弟】等；其他包括体育板块。

8) 版权板块，保护持续推进、免费阅读兴起以及巨头入局给行业带来新增量，格局变化孕育新机会，标的关注字节跳动入股“付费+免费”【掌阅科技】、内容巨头【阅文集团】。

9) 潮玩板块：疫情下的出口及需求增长的内销都有较大增长空间，我国玩具市场逐步扭转颓势，其中国内K12玩具市场具有明显增长潜力。行业市场集中度目前较低，泡泡玛特布局线上、机器人商店、线下渠道成为增长亮点，关注潮玩龙头【泡泡玛特】崛起。

10. 投资建议及风险提示

- **疫情不可控因素风险**
- 疫情有所反复，疫情扩散时间延长及传播范围扩大以及疫情防控政策变化不确定性或对线下娱乐产生不利影响
- **政策监管风险**
- 传媒行业受政策和监管影响较大，若行业监管趋严或对行业产生不利影响
- **宏观环境变化风险**
- 宏观经济不景气或带来整体行业经营数据不及预期风险
- **公司业绩不达预期风险**
- 公司经营受到多种因素影响，经营业绩不及预期或造成股价波动风险

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益20%以上
		增持	预期股价相对收益10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

THANKS