

2021 年 09 月 04 日

数字娱乐和电商有结构成长，仍需跟踪政策变化

—— A 股港股互联网传媒 1H21 总结

看好

相关研究

"《个人信息保护法》对互联网广告影响几何？" - 互联网传媒周报 20210823-20210829" 2021 年 8 月 29 日

本期投资提示：

2021 年是互联网投资的转折年：监管趋严，互联网流量红利近尾声竞争加剧。当前互联网监管趋严，但市场的悲观预期正在逐步消化，且互联网企业规范经营有助于长期健康发展，后续关注数据安全法和互金监管影响（政策详见正文梳理）。我们选取 A 股、港股、美股各细分赛道的代表公司财报进行分析，获得以下结论：

- **1H21 各子行业景气度依次为：**短视频（哔哩哔哩营收增速超 50%，快手营收增长 48%）、电商和生活服务（拼多多营收增长超 1 倍，美团营收增长 95%，阿里巴巴营收增速 47%、京东营收增速为 32%）> 游戏（腾讯控股营收增速 23%，网易营收增速 16%，但二梯队分化）> 长视频（芒果 1H21 营收增速 36%，爱奇艺增长遇瓶颈），数字娱乐（游戏、短视频）1H21 增速由于高基数相比 2020 有所回落；电商和生活服务延续 2020 高增速，影视和广告实现复苏。整体而言，虽有疫情扰动增速，过往数字经济呈现了较好增长；但是短视频和电商、生活服务赛道虽然景气较高，但是竞争加剧以及投资基础设施影响了相关公司的利润率。
- **游戏：短期基本面拐点，中期看出海，长期 VR/元宇宙。** 1H21 国内手游收入规模同比增长 9.7% 至 1148 亿，由于疫情相比 20 年有较大幅度缓和，整体流量回落，行业增长出现明显降速，但市场预期已较为充分。由此推断：1）在去年线上流量爆发背景下，今年的持续增长显示出游戏强大的付费潜力和游戏头部厂商长生命周期运营的能力；2）考虑到去年下半年相对不高的基数和新品周期推动，全年有望走出逐季增速上行的趋势。此外，腾讯依靠老产品增长维持份额（1H21），二梯队中吉比特增长明显。
- **长视频加强监管利于长期发展，短视频增长方向是国内变现和出海，大屏表现平稳。** 1) 长视频：芒果《披荆斩棘的哥哥》上线，下半年综艺项目丰富；整顿不良粉丝文化短期情绪扰动长期有助于优化内容产业成本结构。2) 短视频：国内增长放缓竞争激烈，增长方向是国内变现和出海。截至 6 月，快手海外用户 1.8 亿，预计 2021 年底有望增长至 2.5 亿+，3) 大屏：IPTV 表现平淡，OTT 暑期活跃度明显提升。
- **广告：1H21 延续 20 年高景气，下半年消费疲软需求承压。** 7 月全媒体刊例花费增速 12.4% 环比下滑，社零名义/实际同比增速分别为 8.5%/6.4%，反映下半年消费压力大，广告需求或承压。流量增长，转化率高的电商、社交、短视频及楼宇广告增速快于大盘。
- **电商和生活服务：加大资本开支，直播电商高增长，社区电商降本提效。** 1H21 实物商品网上零售额占社零比重 23.7%。1H21 阿里 GMV 份额小幅下降至 57%，下降约 2pcts，拼多多、京东及快手份额提升较快。严格监管叠加夏季高温淡季，社区电商 21Q2 多数平台整体单量增速放缓，美团优选/多多买菜保持第一梯队，行业进入降本增效的整合战略期。
- **影视：上半年电影行业持续复苏，优质国产片填补进口片供给缺口。**
- **其他：**中公教育下半年或仍需耐心等待招录节奏恢复；视源股份教育和会议平板份额领先；国联股份多多平台营收高增；泡泡玛特拓品类拓 IP，单店收入增长超预期。
- **标的：**腾讯控股、三七互娱、芒果超媒、吉比特、视源股份、国联股份、分众传媒。
- **风险提示：**行业政策监管进一步趋严风险，产品表现不及预期风险，宏观经济进一步下行风险。

证券分析师

林起贤 A0230519060002
linqx@swsresearch.com
袁伟嘉 A0230519080013
yuanwj@swsresearch.com

研究支持

任梦妮 A0230119060001
renmn@swsresearch.com
夏嘉励 A0230120070002
xiajl@swsresearch.com
赵航 A0230120090005
zhaohang@swsresearch.com

联系人

赵航
(8621)23297818×转
zhaohang@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资案件

结论和投资建议

依旧看好数字娱乐优质竞争格局的平台型公司，以及走出疫情负面影响、竞争力提升的标的。重点标的：腾讯控股、三七互娱、芒果超媒、吉比特、视源股份、国联股份、分众传媒，关注快手科技、泡泡玛特、百度、哔哩哔哩、心动公司。

原因及逻辑

1) 长视频加强监管利于长期发展，短视频增长方向是国内变现和出海，大屏表现平稳。a) 长视频：芒果《披荆斩棘的哥哥》上线，下半年综艺项目丰富；整顿不良粉丝文化短期情绪扰动长期有助于优化内容产业成本结构。b) 短视频：国内增长放缓竞争激烈，增长方向是国内变现和出海。截至6月，快手海外用户1.8亿，预计2021年底有望增长至2.5亿+。c) 大屏：IPTV表现平淡，OTT暑期活跃度明显提升。

2) 游戏：短期基本面拐点，中期看出海，长期VR/元宇宙。1H21国内手游收入规模同比增长9.7%至1148亿，腾讯21Q2份额74%，集中度提升逻辑仍在。行业增长出现明显降速，但市场预期已较为充分。且正增长实属不易。a) 去年线上流量爆发背景下，今年的持续增长显示出游戏强大的付费潜力和游戏头部厂商长生命周期运营的能力。b) 考虑到去年下半年相对不高的基数和新品周期推动，全年有望走出逐季增速上行的趋势。此外，腾讯依靠老产品增长维持份额（1H21），二梯队中吉比特增长明显。

3) 广告：1H21延续20年高景气，下半年消费疲软需求承压。据CTR数据，4月-6月同比分别增长41.7%、28.9%和20.7%，主要是消费复苏，疫情影响低基数效应逐步弱化。7月全媒体刊例花费增速12.4%环比下滑，社零名义/实际同比增速分别为8.5%/6.4%，反映下半年消费压力大，广告需求或承压。流量增长，转化率高的电商、社交、短视频及楼宇广告增速快于大盘。

4) 电商和生活服务：加大资本开支，直播电商高增长，社区电商降本提效。1H21实物商品网上零售额占社零比重23.7%。1H21阿里GMV份额小幅下降至57%，下降约2pcts，拼多多、京东及快手份额提升较快。严格监管叠加夏季高温淡季，社区电商21Q2多数平台整体单量增速放缓，美团优选/多多买菜保持第一梯队，行业进入降本增效的整合战略期。

5) 影视：上半年电影行业持续复苏，优质国产片填补进口片供给缺口。

6) 其他：中公教育下半年或仍需耐心等待招录节奏恢复；视源股份教育和会议平板份额领先；国联股份多多平台营收高增；泡泡玛特拓品类拓IP，单店收入增长超预期。

有别于大众的认识

市场担心疫情影响下的高基数会影响互联网公司的增长，但总体而言过往数字经济呈现了较好增长。其中短视频和电商及生活服务赛道景气较高，但竞争及投资基础设施影响了相关公司的利润率；游戏高基数下仍实现正增长体现需求的高粘性。市场担心监管趋严会影响互联网的长期投资。我们认为当前互联网监管趋严，但市场的悲观预期正在逐步消化，且互联网企业规范经营有助于长期健康发展，后续关注数据安全法和互金监管影响；监管有助于平台合规经营，行稳致远，符合政策导向同时兼顾经营效益的同时仍有增长机遇。

目录

1. 整体：数字娱乐和电商有结构成长，仍需跟踪政策变化 ...	7
1.1 互联网投资：转折年，新起点	7
1.2 1H21 回顾：数字娱乐增速回落，电商和生活服务依旧高增但竞争加剧	10
2. 游戏：短期看基本面拐点，中期看出海，长期 VR/元宇宙	13
2.1 景气度：增速承压期已过，拐点向上确定性强	13
2.2 中长期逻辑：海外增长动能强，VR/元宇宙趋势显现	15
2.3 竞争：产品周期对份额短期波动影响较大，集中度提升逻辑仍在...	18
2.4 重点公司	19
3. 视频：长视频加强监管利于长期发展，短视频增长方向是国	21
内变现和出海，大屏表现平稳	21
3.1 长视频：加强监管利于长期发展及格局重塑	21
3.2 短视频：国内增长放缓竞争激烈，增长方向是国内变现和出海	24
3.3 大屏：IPTV 表现平淡，OTT 暑期活跃度明显提升	25
3.4 重点公司	26
4. 广告：1H21 延续 20 年高景气，下半年消费疲软，结构分	27
化持续	27
4.1 广告：1H21 延续高景气，但 2H21 需求或回落	27
4.2 广告结构分化：电商、社交、短视频及楼宇广告增速快于大盘，互联网广告马太效应提升	29
4.3 重点公司	31
5. 电商及本地生活服务：加大资本开支，直播电商高增长，社	32
区电商降本提效	32
5.1 电商：渗透率持续提升，媒介下沉分化	32
5.2 格局：巨头加大资本开支，内容电商高增，社区电商进入降本提效战略期	33

5.3 重点公司.....	35
6. 影视院线票务：1H21 电影票房未恢复至 1H19 水平，院线集中度小幅提升	37
6.1 电影行业仍待复苏，院线集中度小幅提升、票务格局稳定	37
6.2 重点公司.....	38
7. 其他：中公教育、视源股份、国联股份、泡泡玛特	39
8. 风险提示	41

图表目录

图 1：中国移动互联网用户增长（亿人）	7
图 2：中国移动互联网典型细分行业时长情况概览	7
图 3：传媒行业 2014-1H21 营收及增速	10
图 4：传媒行业 2014-1H21 扣非净利润及增速	10
图 5：国内手游行业收入规模及增速（亿，%）	13
图 6：17-21 年腾讯手游 ARPPU 变化（元）	14
图 7：2016-2020 腾讯手游付费率变化（%）	14
图 8：中国游戏出海收入规模（亿美元，%）	15
图 9：腾讯、网易头部出海游戏全球流水变化（百万美元）	16
图 10：VR 设备分品牌全球出货量（万台）	17
图 11：1Q20-4Q20 中国 VR 市场主要企业份额分布（%）	17
图 12：国内手游竞争格局（发行商口径）（%）	19
图 13：A 股游戏公司国内手游份额（发行商口径）（%）	19
图 14：全网剧集有效播放（亿）	21
图 15：全网综艺有效播放（亿）	21
图 16：爱优腾芒 MAU（百万）	23
图 17：爱优腾芒人均单日使用时长（分钟）	23
图 18：抖音快手 MAU（百万）	24
图 19：抖音快手人均单日使用时长（分钟）	24
图 20：全国 IPTV 用户和渗透率（亿，%）	25
图 21：OTT 日活率（%）	26
图 22：OTT 日户均时长（分钟）	26
图 23：社零名义增速与实际增速（%）	27
图 24：全媒体广告刊例花费同比增速（%）	27
图 25：1Q19-2Q21 中国互联网广告市场规模及增速（亿元，%）	27
图 26：2021 年上半年广告主行业投放费用 TOP10 季度占比（%）	28
图 27：2021 年上半年广告主行业细分品类投放费用同比增长率 TOP15（%）	28
图 28：广告主品牌资产全域建设投放	29

图 29: 2020 年上半年-2021 年上半年广告投放费用点位分布 (%)	30
图 30: 2012-1H21 分众传媒客户收入变化 (%)	31
图 31: 我国网上商品和服务零售额累计同比增速 (%)	32
图 32 : 移动购物行业用户规模及趋势 (亿人/%)	32
图 33: 2021M6 移动购物 TOP10 用户规模 (亿人)	32
图 34: 2019 年-2021H1 头部电商平台市场份额 (%)	33
图 35: 2021M6 短视频与电商平台直播用户重合度	33
图 36: 2021M6 短视频与电商平台直播用户重合度	33
图 37: 2015-2021Q2 电商平台获客成本 (元/人)	34
图 38: 2015-2021Q2 电商平台用户规模 (百万)	34
图 39: 美团外卖单量及增速 (亿, %)	34
图 40: 美团单均盈利 (元, 左轴)、经调整 OPM 及变现率 (%)	34
图 41: 社区团购上半年主要平台日均单量 (万件)	35
图 42 : 近几年上半年电影票房及其增速 (含服务费, 亿元)	37
图 43 : 近几年上半年电影平均票价及增速 (含服务费, 元)	37
表 1: 互联网传媒重点公司经营情况概览	12
表 2: 2021 年 AH 游戏公司核心产品 PIPELINE	14
表 3: 各厂商元宇宙相关布局梳理	16
表 4: 主流 VR/AR 游戏开发工具	18
表 5: 长视频行业监管政策梳理	22
表 6: 爱优腾芒经营财务情况	24
表 7: 主要广告公司 3Q18-2Q21 广告收入同比增速 (%)	30
表 8: 影投口径市占率情况 (含服务费, 亿元)	38
表 9: 重点公司估值表	42

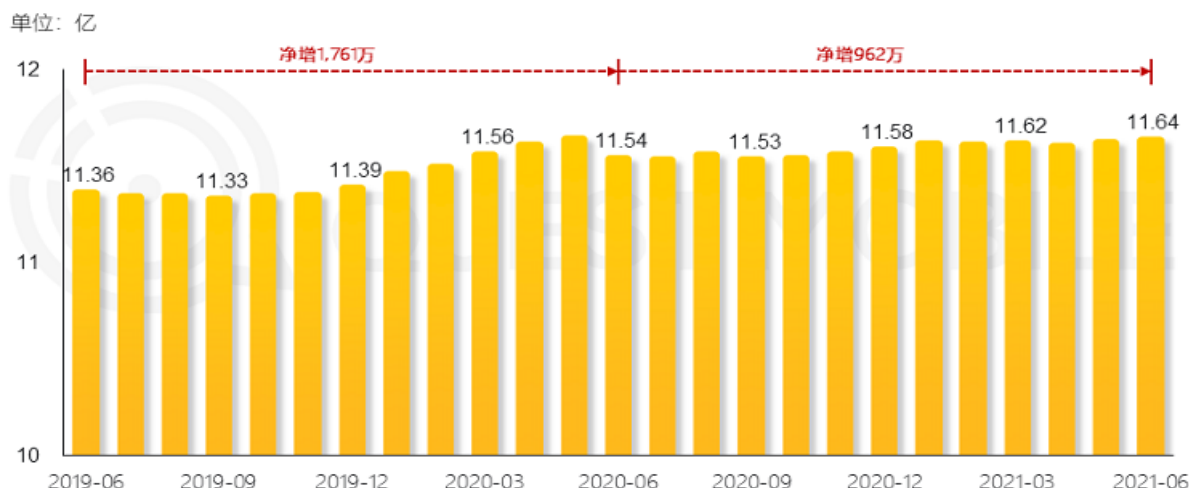
1. 整体：数字娱乐和电商有结构成长，仍需跟踪政策变化

1.1 互联网投资：转折年，新起点

整体观点：2021 年是互联网投资的转折年：反垄断监管常态化，互联网流量红利近尾声竞争加剧，意味着投资的重心不应只关注成长性，还需关注政策风险以及竞争格局的变化。中期布局三条主线：1) 兼具政策导向和成长性的高壁垒互联网平台；2) 下游渠道竞争加剧，利好上游精品内容溢价力提升；3) 互联网出海，游戏和短视频为代表。长期等待网络建设、硬件升级下的新一轮应用创新，以及产业互联网崛起。

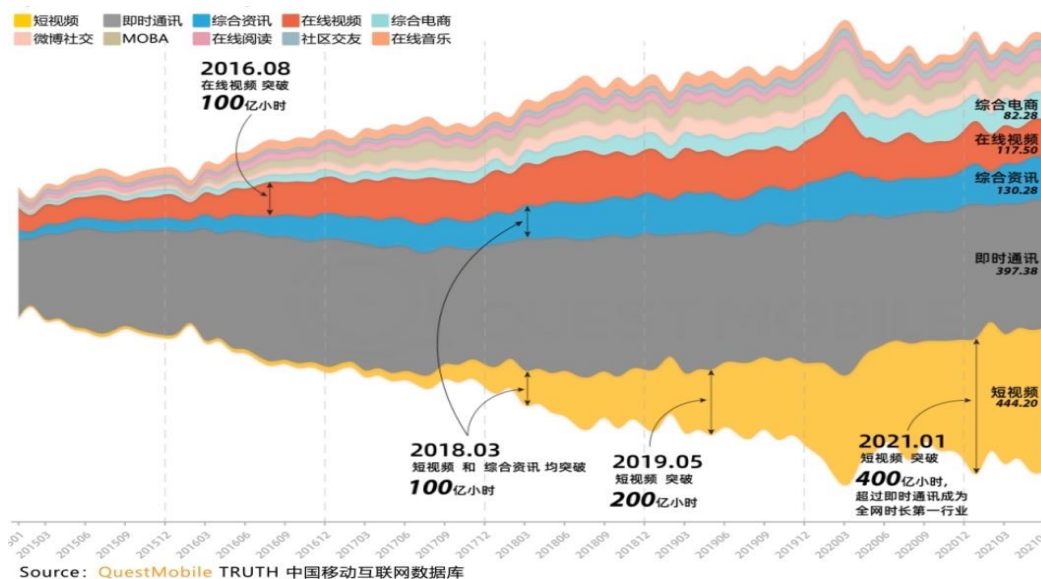
移动互联网用户规模趋于平稳。据 QuestMobile，2021 年 6 月中国移动互联网用户规模达历史新高 11.64 亿，增速持续放缓，整体平稳。去年疫情促进数字娱乐（社交、视频及游戏）线上渗透率及活跃度保持较高水平。

图 1：中国移动互联网用户增长（亿人）



资料来源：QuestMobile，申万宏源研究

图 2：中国移动互联网典型细分行业时长情况概览



资料来源：QuestMobile，申万宏源研究

当前互联网监管趋严，但市场的悲观预期正在逐步消化，且互联网企业规范经营有助于长期健康发展，后续关注数据安全法和互金监管影响。

(1) 互联网平台监管：反垄断和数据安全审查

2020 年底，中央经济工作会议明确了 2021 年经济工作中的八项重点任务，“强化反垄断和防止资本无序扩张”被列为其中一项。《关于平台经济领域的反垄断指南》公开征求意见约三个月后，2021 年正式落地，《指南》明确二选一、大数据杀熟等违法行为，扼制大型企业滥用垄断优势的不正当竞争行为。

- **平台二选一、违规并购等行为受到处罚。**阿里之前采取“二选一”策略被罚款 182 亿，4 月 26 日美团因为二选一被立案调查，尚未有结论。2021 年 7 月腾讯斗鱼与虎牙合并案遭市场监管总局终止。
- **加强灵活用工权益保护已经落地。**2021 年 8 月，人社部、国家发展改革委等八部门近日共同印发《关于维护新就业形态劳动者劳动保障权益的指导意见》(以下简称《意见》)，聚焦网约配送员、网约车驾驶员、网约货车司机、互联网营销师等新就业形态劳动者权益保障。市场监管总局牵头制定了《关于落实网络餐饮平台责任 切实维护外卖送餐员权益的指导意见》，市场监管总局将督促平台完善外卖送餐员劳动报酬规则。8 月 18 日，交通部运输服务司负责人表示，要求网约车平台降低过高的抽成比例、设定抽成比例上限，督促平台规范用工、更多采用劳动合同制用工方式等。易到宣布 9 月 6 日起，将取消传统抽成模式，变为按照阶梯模式收取信息服务费，最低 1 元，最高 5 元。
- **数据安全立法加速。**2021 年 7 月，网络安全审查办公室先后发布了对“滴滴出行”和“运满满”、“货车帮”、“BOSS 直聘”启动网络安全审查的通告。6 月 1 日《中华人民共和国数据安全法》正式公布，9 月 1 日起施行。8 月 17 日，《个

个人信息保护法（草案）》正式提请全国人大常委会会议三审，8月20日表决通过，自2021年11月1日起施行。强调限制过度收集用户个人信息，不得向用户强制推送个性化广告。由《网络安全法》《数据安全法》《个人信息保护法》构成的我国数字经济时代三大法律支柱体系基本确立。

- **互联网金融监管趋严。**目前互联网金融监管的核心是将互联网金融业态纳入到正常的金融监管框架下，以推进在金融科技领域反垄断，防止资本无序扩张。目前互联网金融业务领域监管重点包括支付业务回归支付本源（不得在支付链路中套嵌信贷业务等）、信贷和征信业务、成立金融控股公司（金融业务必须持牌经营，加强规范股东管理和公司治理）、用户保护（加强金融消费才个人信息保护和适当性管理等）。20年11月以来，人民银行、银保监会、证监会、外汇局等中国金融监管机构密集约谈互联网金融平台，出台相关的政策征求意见稿，预计正式文件和配套政策将陆续出台。
- **市场担心互联网平台税收优惠将发生变化。**互联网企业所适用优惠税收政策主要有：高新技术企业（15%税率）、软件企业（两免三减半）及重点软件企业（五免加接续10%）。目前多数互联网公司有效所得税率在10-20%左右。2021年4月，发改委、工信部等部门修改“软件企业”及“重点软件企业”认定标准，未来是否进一步发生变化并影响互联网企业和游戏企业的利润率，我们将保持跟踪。

(2) 数字内容监管：加强粉丝经济和偶像养成类节目监管，缩减未成年人网游时长

2018年，数字内容监管重点包括暂停版号数量（2019年恢复后版号数量严控），长视频内容审核遵循网上网下一把尺子，网络视听内容审查与电视台内容审查并轨。整体而言，监管的重点主要是把新媒体纳入到传统媒体的监管框架中。2021年数字内容产业的监管政策是这一框架的完善。

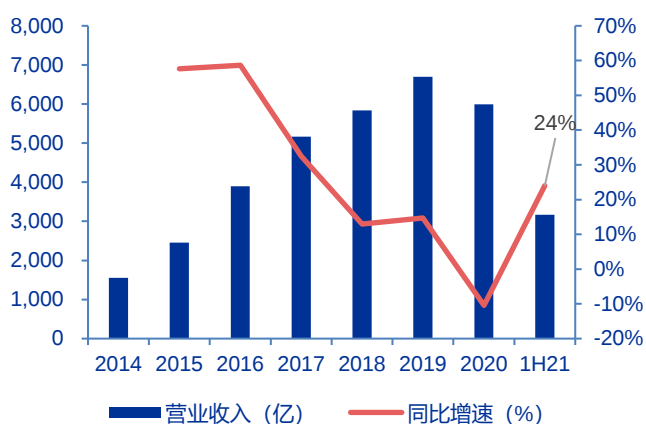
- **2021年网信办整治不良粉丝文化、广电总局要求严格控制偶像类节目。**

2021年游戏监管核心是控制版号数量引导行业规范，强调未成年人保护，同时鼓励出海，与2019年版号恢复后的监管重点一致。2021年8月，国家新闻出版署近日印发《关于进一步严格管理切实防止未成年人沉迷网络游戏的通知》，进一步限制向未成年人提供网络游戏服务的时段时长，要求网络游戏企业大幅压缩向未成年人提供网络游戏的时间，所有网络游戏企业仅可在周五、周六、周日和法定节假日每日的20时至21时向未成年人提供1小时服务。近年来，游戏巨头上线防沉迷系统，加强了未成年人保护，根据腾讯21Q2财报，16岁以下玩家对公司在游戏流水的占比为2.6%。我们预计政策对游戏公司收入边际影响较小，加强未成年人保护长期有助于减缓舆论压力。

1.2 1H21 回顾：数字娱乐增速回落，电商和生活服务依旧高增但竞争加剧

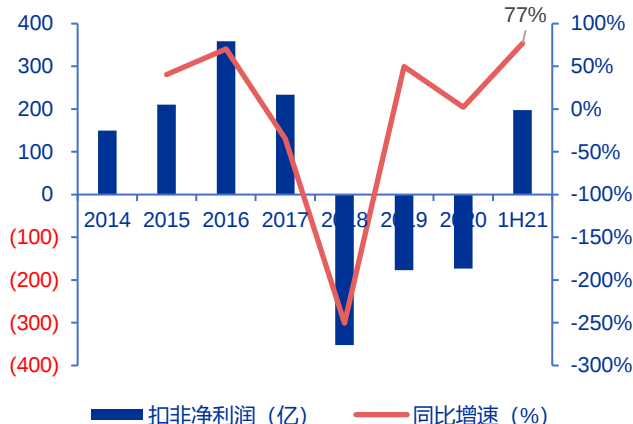
A 股 SW 传媒统计数据来看，1H21 营收增长 24%，扣非利润 198 亿。业绩同比复苏，与 1H19 相比，营收及扣非净利润也实现小幅增长。1H21 SW 传媒整体实现营收 3170 亿元，同比增加 24%；实现扣非净利润 198 亿元，同比增长 77%；若用 1H19 数据为基数，1H21 营收和扣非净利润增速也均为正，分别为 12%/10%。SW 传媒 1H21 同比高增的主要原因为 A 股传媒板块中影视、出版、广告、广电等受疫情影响大的标的较多，这些板块上半年经营情况有所恢复。

图 3：传媒行业 2014-1H21 营收及增速



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 4：传媒行业 2014-1H21 扣非净利润及增速



资料来源：Wind，申万宏源研究

由于互联网和传媒板块收入和利润、市值权重高的公司主要在港股、美股上市，为了更好地分析行业变化，我们重点选取 A 股、港股、美股各细分赛道的代表公司财报进行分析，获得以下结论：

- **1H21 各子行业景气度依次为：**短视频（哔哩哔哩营收增速超 50%，快手营收增长 48%）> 电商和生活服务（拼多多营收增长超 1 倍，美团营收增长 95%，京东营收增速为 32%）> 游戏（腾讯控股营收增速 23%，网易营收增速 16%，但二梯队分化）> 长视频（芒果 1H21 营收增速 36%，爱奇艺增长遇瓶颈），数字娱乐（游戏、短视频）1H21 营收增速由于高基数相比 2020 有所回落；电商和生活服务延续 2020 高增速，影视和广告实现复苏，但是短视频和电商、生活服务赛道虽然景气较高，但是竞争加剧影响了相关公司的利润率。

具体看各子行业的情况：

- (1) 视频：长视频正本清源利于长期发展，短视频下阶段重点是变现和出海，大屏表现平稳。

- **长视频：**加强监管利于长期发展及格局重塑。监管阵痛有助于正本清源，长期利于长视频行业发展。芒果 1H21 广告及运营业务表现亮眼，下半年剧综丰富有望带动会员收入增长。腾讯视频暑期档爆款有望提升内容景气度，优酷整体平淡，爱奇艺经营情况略有改善但仍有一定压力。
- **短视频：**国内增长放缓竞争激烈，下阶段重点是变现和出海。字节跳动和快手将广告和电商业务作为战略重点，流量再上新台阶，用户争夺亦在加剧；哔哩哔哩 1H21 用户增长及活跃度稳健，广告业务增长强劲，海外代理、游戏自研在下半年及明年有望取得更大进展。

(2) 游戏：短期看基本面拐点，中期看出海，长期 VR/元宇宙。1H21 国内手游收入规模同比增长 9.7%至 1148 亿，腾讯 21Q2 份额 74%，集中度提升逻辑仍在。行业增长出现明显降速，但市场预期已较为充分。且正增长实属不易。据此可以判断：1) 在去年线上流量爆发背景下，今年的持续增长显示出游戏强大的付费潜力和游戏头部厂商长生命周期运营的能力；2) 考虑到去年下半年相对不高的基数和新品周期推动，全年有望走出逐季增速上行的趋势。

(3) 广告：1H21 延续 20 年高景气，下半年消费疲软需求或承压。据 CTR 数据，4 月-6 月同比分别增长 41.7%，28.9%和 20.7%，主要是消费复苏，疫情影响低基数效应逐步弱化。7 月全媒体刊例花费增速 12.4%环比下滑，社零名义/实际同比增速分别为 8.5%/6.4%，反映下半年消费压力大，广告需求或承压。流量增长，转化率高的电商、社交、短视频及楼宇广告增速快于大盘。

(4) 电商和生活服务：平台流量竞争加剧，直播电商高增长，社区电商降本提效。1H21 实物商品网上零售额占社零比重 23.7%，较 2021 年 5 月上升 1.1pct，较上年同期下降 1.5pct。1H21 阿里 GMV 份额小幅下降至 57%，下降约 2pcts，拼多多、京东及快手份额提升较快。电商平台进入流量内卷阶段，特价版、直播电商及社交裂变等方式满足消费分级趋势，渠道下沉加速获取流量。社区电商 21Q2，严格监管叠加夏季高温淡季，多数平台整体单量增速放缓，美团优选/多多买菜保持第一梯队，行业进入降本增效的整合战略期。

(5) 影视：1H21 电影票房市场恢复至 19 年同期的 88%，优质国产片填补进口片供给缺口。由于进口电影供给不足，1H21 国产片票房占比较往年提升明显。万达电影市占率小幅提升，公司 21 年来采用“人次优于票价”策略。光线传媒储备项目丰富，21 年全年业绩有望加速复苏。公司 IP 项目丰富，逐步迎来收获期，21 年下半年有望上映电影包括真人电影《坚如磐石》（张艺谋导演，已完成制作）和《误杀 2》（陈思诚监制）等；大 IP 原创动画电影《深海》和《墨多多谜境冒险》等优质动漫 IP 续作，有望为公司营收贡献较大弹性。

(6) 其他公司：中公教育：上半年受竞争格局、招录节奏等多重影响亏损，下半年或仍需耐心等待招录节奏恢复。视源股份：核心业务成长稳健，市占率持续领先。下半年利润有望重回正增长。国联股份：多多平台营收规模持续高增，数字化服务加速落地，21 年重点观察云工厂落地节奏和效果。**泡泡玛特：**品类拓展，提升单店收入。上半年单店收入

仍在扩张，新系列、新品类的需求弹性比预期想象更强；下半年以来，凭借大娃及周边衍生品销售扩张，盲盒类占比下降。

表 1：互联网传媒重点公司经营情况概览

分类	代码	简称	营收增速			扣非归母净利润增速		
			2019	2020	1H21	2019	2020	1H21
游戏	0700.HK	腾讯控股	21%	28%	23%	22%	30%	17%
	NTES.O	网易	16%	24%	16%	46%	-6%	-1%
	2400.HK	心动公司	51%	0%	-4%	22%	-97%	-229%
	002555.SZ	三七互娱	73%	9%	-6%	340%	14%	-56%
	002624.SZ	完美世界	0%	27%	-18%	-25%	-4%	-97%
	603444.SH	吉比特	31%	26%	69%	15%	20%	41%
	300315.SZ	掌趣科技	-18%	11%	-12%	113%	-80%	-34%
视频	0302.HK	中手游	90%	26%	27%	82%	32%	18%
	IQ.O	爱奇艺	16%	2%	3%	-13%	32%	38%
	1024.HK	快手	93%	50%	43%	405%	-869%	-146%
	BILI.O	哔哩哔哩	64%	77%	70%	-149%	-142%	-61%
	300413.SZ	芒果超媒	29%	12%	36%	280%	69%	48%
广告	300770.SZ	新媒股份	55%	23%	11%	88%	40%	15%
	002027.SZ	分众传媒	-17%	0%	59%	-74%	184%	316%
	BIDU.O	百度	5%	0%	22%	-24%	21%	18%
	WB.O	微博	3%	-4%	45%	2%	-14%	72%
电商和生活服务	600556.SH	天下秀	63%	55%	63%	61%	48%	41%
	9988.HK	阿里巴巴	35.3%	40.7%	46.7%	40%	27%	12.8%
	9618.HK	京东集团	25%	29%	32%	206%	57%	-75%
	PDD.O	拼多多	130%	97%	141%	-23%	32%	169%
	3690.HK	美团	50%	18%	95%	155%	33%	-330%
	2013.HK	微盟集团	66%	44%	45%	51%	40%	-327%
	8083.HK	中国有赞	99%	56%	-2%	-37%	25%	-87%
影视	300251.SZ	光线传媒	90%	-59%	191%	405%	-73%	3567%
	1896.HK	猫眼娱乐	14%	-68%	786%	142%	-162%	258%
	600977.SH	中国电影	0%	-67%	553%	1%	-176%	148%
	002739.SZ	万达电影	-5%	-59%	257%	-325%	-42%	136%
教育	002607.SZ	中公教育	47%	22%	73%	53%	10%	54%
出版	0772.HK	阅文集团	66%	2%	33%	33%	-23%	2965%
	603533.SH	掌阅科技	-1%	9%	12%	9%	83%	21%
	300788.SZ	中信出版	16%	0%	19%	4%	31%	52%
	603096.SH	新经典	0%	-5%	5%	0%	-9%	-17%
其他	002841.SZ	视源股份	0%	0%	28%	62%	17%	-28%
	9992.HK	泡泡玛特	227%	49%	117%	368%	26%	173%
	603613.SH	国联股份	96%	138%	142%	154%	267%	200%

资料来源：wind，申万宏源研究；

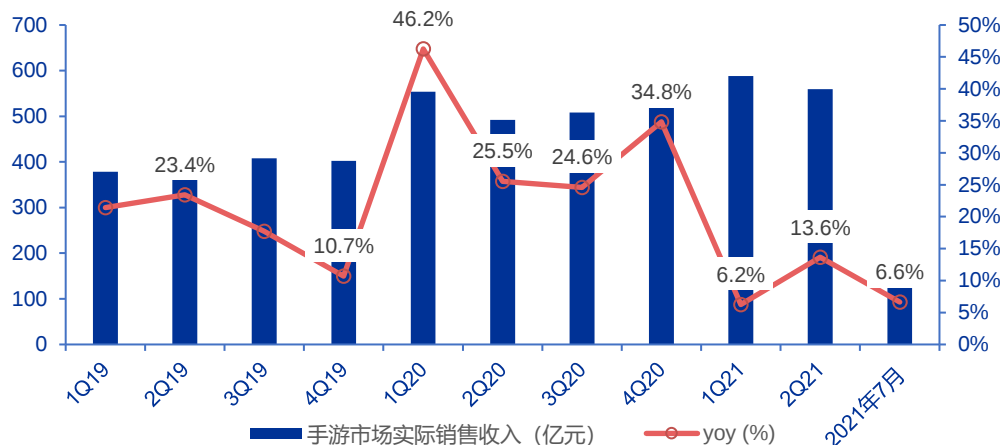
注：港股中概股利润为 non-gaap 口径

2. 游戏：短期看基本面拐点，中期看出海，长期VR/元宇宙

2.1 景气度：增速承压期已过，拐点向上确定性强

国内手游上半年有所降速，但仍保持正增长。21 上半年国内手游收入规模同比增长 9.7% 至 1148 亿，由于疫情相比 20 年有较大程度缓和，整体流量回落，行业增长出现明显降速，但市场预期已较为充分且高基数仍正增长说明需求高粘性。据此可以判断：1) 在去年线上流量爆发背景下，今年的持续增长显示出游戏强大的付费潜力和游戏头部厂商长生命周期运营的能力；2) 考虑到去年下半年相对不高的基数和新品周期推动，全年有望走出逐季增速上行的趋势。

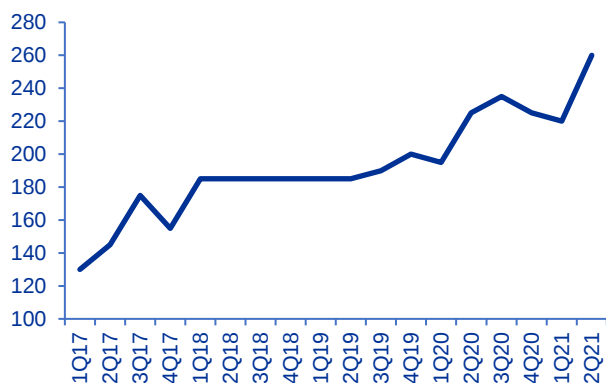
图 5：国内手游行业收入规模及增速（亿，%）



资料来源：伽马数据，申万宏源研究

此前市场担心随着国内在线时长回落，游戏付费也随之回落，但实际并非如此。自 2Q20 时长回落，付费率和 ARPPU 的增长并未受到影响，以腾讯为例，21 年以来 ARPPU 有更为显著的增长，这背后凸显了游戏厂商的长线运营能力，以及游戏高粘性的特征。

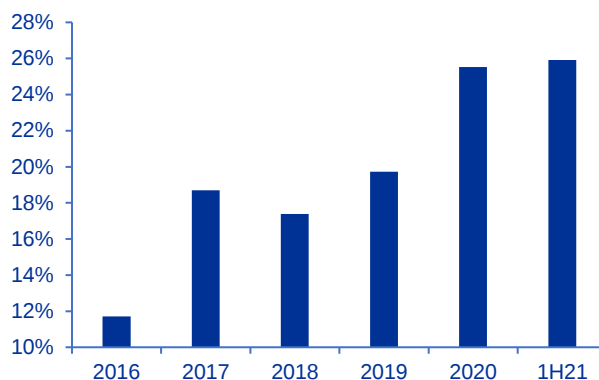
图 6: 17-21 年腾讯手游 ARPPU 变化 (元)



资料来源: 腾讯控股官网, 申万宏源研究

注: 取公司公布的区间中值

图 7: 2016-2020 腾讯手游付费率变化 (%)



资料来源: 腾讯控股财报, 伽马数据, 申万宏源研究测算

注: 付费率=当期腾讯平均付费用户数/当期国内手游用户规模

游戏新品密集发布, 有望驱动 2H21 及 2022 年业绩增长。根据梳理的游戏一二梯队部分公司新品排期, 除吉比特等少数公司核心产品已在上半年上线外, 更多公司的重点产品排布在年中到下半年 (下表标红)。**不难预见 2H21 行业将迎来更大规模的产品周期, 增速向上的动能和确定性较强。**

表 2: 2021 年 AH 游戏公司核心产品 PIPELINE

公司	游戏产品	类型	自研/代理	预计/已经上线时间
三七互娱	Puzzles & Survival	三消+SLG	代理	2020.8 月已上线, 21 年核心
	叫我大掌柜	模拟经营	代理	2020.9 月已上线, 21 年核心
	荣耀大天使	ARPG	自研	21 年 1 月已上线
	斗罗大陆: 武魂觉醒	卡牌	代理	21 年 3 月已上线
	斗罗大陆: 魂师对决	卡牌	自研	2021.7.22 已上线
	代号 NB	MMO	自研	2H21
	霸业 SLG	SLG	自研	2H21
	三国 SLG	SLG	自研	2021
完美世界	战神遗迹	ARPG	自研	2021.5.20 已上线
	梦幻新诛仙	回合制	自研	2021.6.25 已上线
	幻塔	开放世界 MMO	自研	4Q21
	一拳超人	3D 卡牌	自研	2H21
	天龙八部	MMO	代理	2H21
吉比特	一念逍遥 (M71)	放置+RPG	自研	2021.2.1 已上线
	摩尔庄园	社交养成	代理	2021.6.1 已上线
	复苏的魔女	养成 RPG	代理	2021.6.23 已上线
	地下城堡 3	文字 Roguelike	代理	4Q21
	石油大亨	模拟经营	代理	2H21
	冒险与深渊	像素风放置	代理	2021.7.27 已上线
	祖龙娱乐	回合制 MMO	自研	21 年 1 月已上线
祖龙娱乐	诺亚之心	MMORPG	自研	2H21
	友谊时光	RPG	自研	2021.4.28 已上线

公司	游戏产品	类型	自研/代理	预计/已经上线时间
心动公司	凌云诺	国风社交	自研	4Q21
	心动小镇	沙盒	自研	2H21
	火炬之光：无限	ARPG	自研	2H21
网易	天谕手游	MMORPG	自研	21 年 1 月已上线
	宝可梦大探险	RPG	自研	21 年 5 月已上线
	哈利波特：魔法觉醒	卡牌策略	自研	2H21
腾讯控股	暗黑破坏神：不朽	RPG	自研	1H22
	使命召唤 3D	FPS	自研	2020.12.25 已上线
	秦时明月世界手游	MMORPG	自研	21 年 3 月已上线
	LOL 手游	MOBA	自研	2H21
	黎明觉醒	生存竞技	自研	2H21
	DNF 手游	动作 RPG	自研	2022
哔哩哔哩	机动战姬：聚变	二次元 RPG	代理	21 年 5 月已上线
	刀剑神域黑衣剑士：王牌	MMORPG	代理	21 年 6 月已上线
	古剑奇谭木语人	3D 回合制 RPG	代理	21 年 7 月已上线
	糖豆人：终极淘汰赛手游	闯关类	代理	2H21/2022

资料来源：Taptap，各公司官网，申万宏源研究

2.2 中长期逻辑：海外增长动能强，VR/元宇宙趋势显现

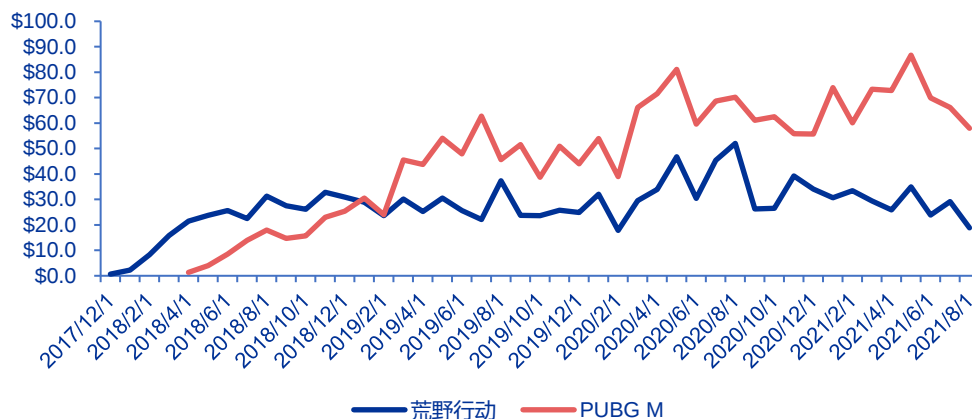
2021 上半年海外手游增速虽有放缓，但头部企业海外增速亮眼。（1）上半年游戏出海收入同比增长 11.6%至 85 亿美元，高基数下出海新品较少是主要原因，但海外增长情况仍略好于国内。（2）部分公司和产品有较好的结构性表现：腾讯控股受益于《PUBG M》《部落冲突》《Valorant》等良好表现，2Q21 海外同比增长 37%，出海收入在游戏占的占比提升至 25%；三七互娱受益于《Puzzles & Survival》《叫我大掌柜》《江山美人》等驱动，1H21 海外收入同比增长 111%，海外占总收入比例提升至 27%。此外，网易下半年到明年《哈利波特》《指环王》《暗黑破坏神手游》等全球化 IP 产品上线亦将驱动其出海占比提升。

图 8：中国游戏出海收入规模（亿美元，%）



资料来源：伽马数据，申万宏源研究

图 9：腾讯、网易头部出海游戏全球流水变化（百万美元）



资料来源：Sensor Tower，申万宏源研究

从长期逻辑来看，近期字节跳动收购 PICO，或意图通过 VR 切入元宇宙赛道。我们认为 Metaverse 元宇宙、VR/AR 亦将为行业长期发展注入新的活力。

元宇宙概念仍在探索当中，但总结来看，社交、沉浸以及经济系统是各方均提到的元宇宙必备要素。社交隐含了大用户基础（社交天然集中）和虚拟身份，是社会连接的基础；沉浸感则要求虚拟世界的技术要素满足；经济系统本质上是虚拟与现实的连接、是跨平台、创造性以及持续性的来源。

梳理各厂商在元宇宙上的布局，主要集中在 3 个方向：

- 1) VR/AR 技术和产品开发（对应沉浸感），如 Facebook、HTC、华为、苹果等
- 2) UGC 技术和产品的打造（对应经济系统），如米哈游、莉莉丝、腾讯、字节跳动、HTC、Epic Games 等；
- 3) 社交元宇宙构建（对应社交），如 Facebook、腾讯、Epic Games 等。

表 3：各厂商元宇宙相关布局梳理

	公司	Metaverse 相关布局
互联网巨头	Facebook	1. 已有社交优势。 2. VR 布局持续推进，开发更先进的腕带式神经接口 AR 眼镜。 3. 启动 Facebook Horizon 大型社交元宇宙项目，赋能玩家创造虚拟世界。
	腾讯	1. 广泛投资，参股元宇宙概念公司 Roblox、Epic Game、迷你玩科技等。 2. 天美姚晓光兼管 QQ，打造社交元宇宙。 3. 发布腾讯扣叮、罗布乐思（Roblox 国服）。 4. 云游戏布局持续推进。
	字节跳动	1. 投资 UGC 创作平台代码乾坤 2. 内部游戏团队搭建、外部投资持续推进。 3. 投资 VR 设备厂商 PICO
游戏厂商	米哈游	1. 组建米哈游研究中心（逆熵工作室），负责人邢骏博士，截至 2020 年年底规模大概在 10 人左右。 2. 提供技术工具“鹿鸣”，助力内容创业者搭建 UGC 社区。

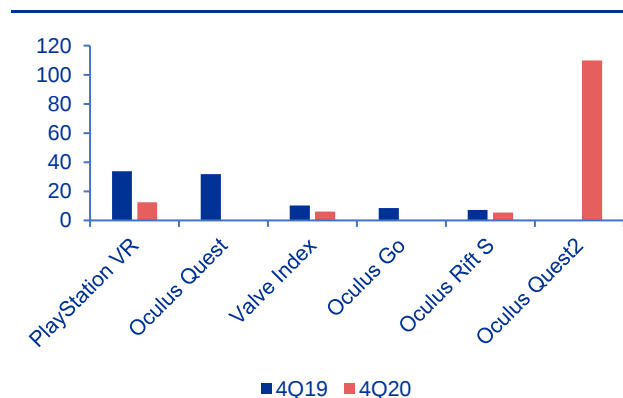
莉莉丝	3. 建立“瑞金医院脑病中心米哈游联合实验室”，探索脑机接口。	
	1. 研发对标 Roblox 的 UGC 创作平台——达芬奇，团队规模在 100-200 人左右。	
	2. 投资 AI 智能技术研发商启元世界。	
	3. 投资云游戏技术平台念力科技，提供云游戏解决方案，致力于移动端游戏云化	
网易	1. RPG 游戏研发具备较强的内容优势。	
	2. 投资 VR/AR 游戏厂商 Netvios、Nitantic 等。	
硬件厂商	HTC	通过 VIVEPORT 为 Metaverse 提供三大基础服务：打通入口，一致性交易平台；易上手的场景开发工具；易上手的虚拟形象制作工具。
	华为	1. 推出 HUAWEI VR Glass，发布自主研发的华为海思 XR 芯片，推出华为 AR 地图
	苹果	AR 技术及产品储备
	英伟达	推出 NVIDIA Omniverse
引擎厂商	Epic	1. 加速《堡垒之夜》《火箭联盟》《糖豆人：终极淘汰赛》社交体验打造。
	Games	2. 赋能游戏开发者使用虚幻引擎、Epic 在线服务和 Epic Games Store
	代码乾坤	推出 UGC 3D 沉浸式内容社区《重启世界》，对标 Roblox。

资料来源：竞核，申万宏源研究

2020 年 10 月 Facebook 发布了一体式 VR 设备 Oculus Quest2，预售量是初代 Quest 5 倍。Superdata 统计的 4Q20 Quest2 销量超 100 万台，远高于竞品。2021 年 3 月底，官方表示 Quest2 累计销量已超过所有 Facebook 此前 VR 产品总和。根据映维网预测，至 21 年 4 月 Quest2 总销量已超 400 万量级，2021 全年销量有望达到 700-800 万。

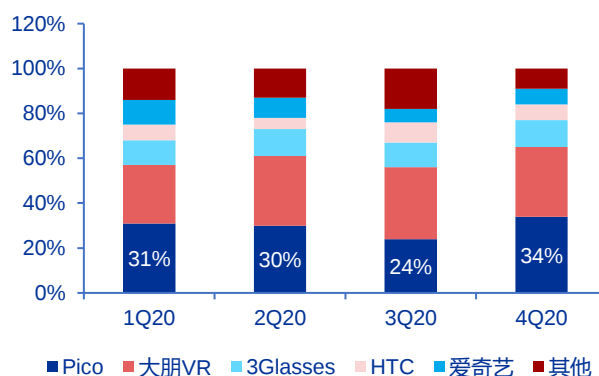
类似国产手机打法，通过高性价比拉动销量，再利用规模效应降低成本，推动 VR 成为真正大众化的娱乐终端。 国产 VR 设备在全球 VR 品牌中已能占据一定份额，Pico 和大朋 VR 2020 年合计占全球 VR 出货量 18%。2021 年以来，国产厂商 Pico、Nolo、爱奇艺等纷纷推出高性价比产品，产品参数看齐 Oculus Quest2：如 CPU 均采用当前旗舰的高通骁龙 XR2 平台、高分辨率和刷新率、6DoF 光追技术等，但价格和本地化（如 Oculus 需登陆 FB 账号）上优势明显。

图 10：VR 设备分品牌全球出货量（万台）



资料来源：SuperData，申万宏源研究

图 11：1Q20-4Q20 中国 VR 市场主要企业份额分布 (%)



资料来源：IDC，申万宏源研究

VR 引擎革新降低游戏开发门槛，游戏研发能力或能迁移和复用。 VR 游戏制作工具降低研发门槛，目前已有大量玩家自制的 VR 类 mod 出现，例如《塞尔达传说：荒野之息》

的 VR 版 mod 和通过 UE4 制作的《巫师》VR mod。我们认为，不论是美术、引擎还是玩法设计，传统 PC/移动游戏的研发能力大部分能在 VR 游戏上仍能得到迁移和复用，因此现有游戏公司研发竞争力仍能得到保留。

表 4：主流 VR/AR 游戏开发工具

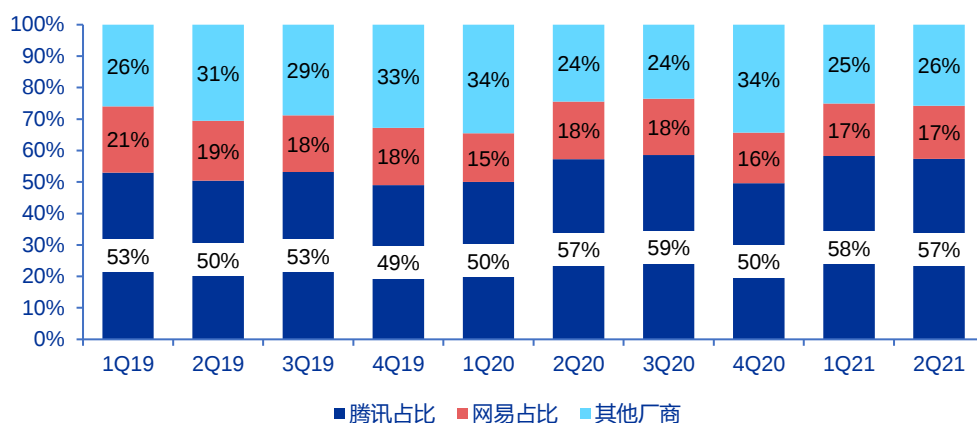
名称	简介
Unity 3D	一款全面整合的专业开发引擎。编辑器兼容 Windows、Mac OS 等运行环境。为 VR 和增强现实设备增添了“高度优化”渲染管道。同时也增添了对 Oculus Rift HMD 的原生支持
Unreal	UE 由于渲染效果强大以及采用 PBR 物理材质系统，它的实时渲染效果可以达到类似 Vray 静帧的效果。Unreal 为了进一步吸引开发者加入 UE 阵营，采取免费下载策略
CryEngine	CE 具有许多绘图、物理和动画的技术以及游戏部分的加强，世界游戏业内普遍认为性能堪比 UE，CE 在 3D 技术方面有着优秀的自身经验，加上引擎渲染能力和高帧数高分辨率速度，让 CryEngine 能够提供非常真实的视觉效果
StingRay	Stingray 是一款混合引擎，在“Bitsquid”基础上加入 Autodesk 收购的 GI 及动态照明的“Beast”、Full body IK 角色动画的“HumanIK”及敌方角色等 AI 的“Gameware Navigation”，GUI 的“Scaleform Studio”
jMonkeyEngine	jMonkeyEngine (jME) 是一款全部采用 Java 语言编写的游戏引擎，继承了 Java 应用跨平台的特性。jME 提供所有常规手段来模拟烛光、阳光、闪光和全局光照，阴影效果用类似 PSSM 和 SSAO 等技术实现。材质系统完全基于染色器(Shader)技术实现
ArToolKit	ArToolKit 提供快速和准确的标记跟踪，能够让开发者快速的开发出更有趣的 AR 应用。ArToolKit 支持自然图片/Marker/2D BarCode 的识别。

资料来源：Vive，申万宏源研究

2.3 竞争：产品周期对份额短期波动影响较大，集中度提升逻辑仍在

腾讯依靠老产品增长维持份额，二梯队中吉比特增长明显。1) 腾讯网易 2Q21 份额合计约为 74%，老产品已充分验证长周期持续性，21 年高基数下仍有增长，并以此保持份额稳定；2) 三七互娱 21 上半年收入相比 20 下半年有显著回暖，预计下半年收入增长出现拐点；3) 吉比特 20 年《问道》增长维持份额，21 年《一念逍遥》贡献显著增量带动份额提升。4) 完美世界 21 年中开启新品周期，上半年承压，预计下半年收入份额有较明显提升。

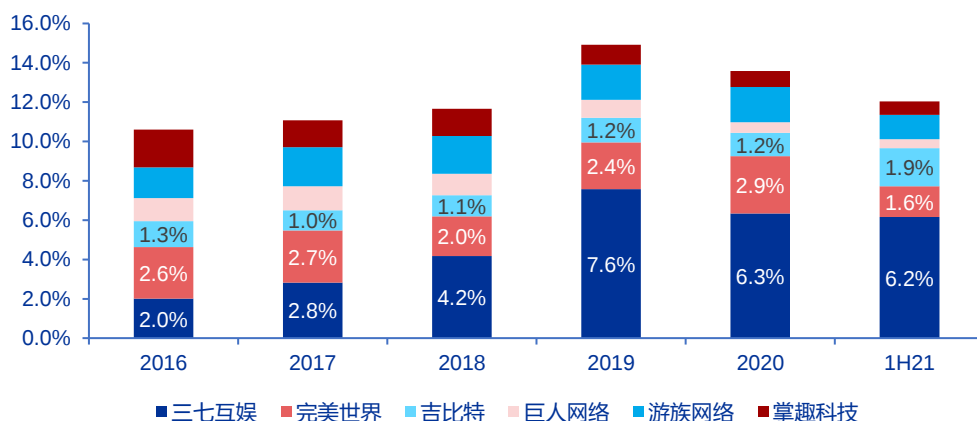
图 12: 国内手游竞争格局 (发行商口径) (%)



资料来源：伽马数据，腾讯控股财报，网易财报，申万宏源研究

注：通过估算剔除腾讯海外游戏收入

图 13: A 股游戏公司国内手游份额 (发行商口径) (%)



资料来源：各公司财报、伽马数据，申万宏源研究

注 1：吉比特手游收入为估算，方法为去除授权运营的手游收入，因为《问道》端游为授权运营

注 2：上述游戏公司包含海外收入，由于无法区分，计算份额与实际情况可能有误差

目前市场对于游戏的投资范围已显著缩圈，游戏内容价值也开始逐步放大。大多游戏不具备互联网典型的“规模效应”、“平台属性”特征，而是需要持续的内容投入跟上或超过行业增速来实现份额的平稳/平稳上升。而面对较高的研发运营投入和合规成本，无法输出精品化游戏的、无法有效营销转化的、无法精准把握用户需求的公司会加速出清，使得行业进一步向头部集中。

2.4 重点公司

腾讯控股：业绩增速下移但仍相对稳健，重点关注金融科技的监管政策变化。2Q21 营收保持 20% 高增速，Non-IFRS 利润同比增长 13% 略超预期。几个关键细节：1) 加强未成年保护对游戏整体影响很小。2Q21 16 岁以下国内流水占比 2.6%（进一步下降），

12 岁以下占比 0.3%。2) 金融科技及企业服务增速近 40%较亮眼。小程序交易额同比增长一倍。3) 广告业务易车并表抵消教育广告下降压力，整体增速仍保持 20%以上。我们的观点：全年而言，二三季度增速不及一季度但预期已较充分，四季度关注 LOL 新品是否上线。21 年 PE 约 25x，处于历史低位。后续政策上重点关注：税收优惠是否变化、数据安全立法加速、互联网金融监管细则。

网易：核心产品已定档，产品储备充裕支撑下半年到明年业绩拐点。2Q21 游戏增速预期内回落，但后续递延释放空间仍大，且 Q3 上线《永劫无间》登顶 Steam 全球周度畅销榜成为新爆款；两款全球 IP 手游《哈利波特：魔法觉醒》《Lord of Rings: Rise to War》均定档于 9 月，贡献将会主要体现在 Q4。未成年人对公司整体游戏充值的贡献小于 1%，政策边际影响不大。除 9 月两款核心手游外，公司还储备了《超激斗梦境》《倩女幽魂隐世录》《暗黑破坏神手游》等多款重点产品，将为下半年到明年增长拐点提供较强确定性。此外公司海外扩张将持续，随着《永劫无间》以及其他全球 IP 产品陆续在海外上线，我们判断明年海外游戏收入占比有望从 10%提升至 15%左右。

三七互娱：中报与三季度预告均超预期，下半年拐点确立。2Q21 单季度净利润 7.4 亿，超前期预告区间上限；同时公司发布前三季度预告，对应 Q3 单季度净利润 7.5-8.5 亿 (yoy+33%-51%)，超市场预期。我们此前一直强调两个验证：Q2 产品回收和 Q3 新品表现均已得到证明。1) 公司 2Q21 归母净利润率达到 19.8%，较 Q1 的 3.1%大幅回暖。根据预告估算 Q3 仍能达到 18.7%的净利润率，后持续利润回收能够基本保证公司整体利润率处于高水平。2) Q3《斗罗 3D》表现亮眼，8 月全球流水超 7 亿元，创下公司单品单月新记录。另一大亮点：上半年海外收入超过 20 亿 (yoy+111%)，占总营收比例提升至 27.1%。海外《P&S》月流水已超 3500 万美金。公司后续自研产品多为全球发，海外扩张逻辑有望进一步演进。

吉比特：21 中报符合预期，第二成长曲线初步确立。2Q21 同比增长的核心是《一念逍遥》，流水量级相当于大半个问道。上线 6 个月仍在畅销榜 15 名内，不宜拿《最强蜗牛》《剑与远征》流水趋势对标，长线运营能力有望超市场预期，且使得公司摆脱单一产品依赖，具备提估值基础。2Q21 扣非环比没增长 3 个原因：一是《摩尔庄园》对 Q2 可能负贡献；二是因为《一念》奖金计提使得管理、研发费用环比一共增加了 6000 万；三是《鬼谷八荒》主要贡献在 Q1。综合抵消了来自《一念》的增量，但前几个因素在后续季度不会再影响。下半年值得关注的主要是代理的《地下城堡 3》《世界弹射物语》，均为 IP 产品。今年下半年高增长确定性强。明年预计有 SLG、放置等自研产品上线。

完美世界：2Q21 亏损靴子落地，业绩有望在下半年释放，强储备有望兑现为中长期确定性。上半年游戏营收同比下滑 18%，但端游同增 7%，主要是诛仙端游和 CSGO 贡献。影视同比下滑 7%，上半年确认 8 部剧集，库存消耗节奏良好，存货跌价准备有所冲回。下半年到明年业绩增长回复的逻辑未破，产品端仍有诸多看点。梦幻新诛仙首 30 日流水破 5 亿，日均流水仍过千万，长线运营可期；幻塔预计年内上限，二次元市场最期待产品之一，预计弹性较大；竖屏 MMO《完美世界：诸神之战》已在海外陆续推出，国内处于测试阶段；《战神遗迹》预计下半年在港澳台、日韩等地上线；此外还有《一拳超人》《天龙八

部 2》等产品有望年内上线。明年预计有次世代 PC 端游《新诛仙世界》、卡牌+JRPG《Code Name X》、RPG 卡牌《代号 R》等 5-10 款产品，新品周期密度有望创新高，带动业绩释放。

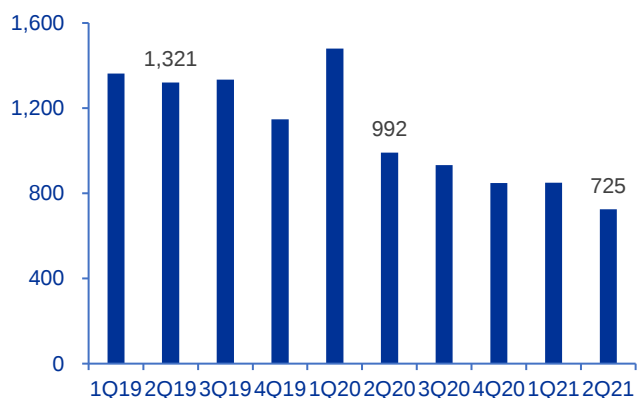
心动公司：投入阵痛期，期待自研新游厚积薄发。1H21 营业收入同比下滑 4.29%；IFRS 净亏损为 3.22 亿元，接近前期指引下限。1) 老游戏进入自然衰退，新品缺乏，游戏业务仍处于低迷期，1H21 公司游戏业务收入同比下滑 12%。2) TapTap 国内版 ARPU 回暖，海外版用户增长较快。1H21 国内版平均 MAU 为 2867 万，较 2H20 净增 207 万；月 ARPU 为 1.95 元，同比增长 15%，接近 19 年水平。1H21 国际版平均 MAU 为 1318 万（4Q20 平均 MAU 为 1070 万），国际版用户增速较国内版更快，但是尚未进行商业化。3) 后续重点关注自研新品进展。相比于第三方游戏产品以及社区改版，公司自有游戏产品对于用户的拉新和留存更为关键。自研新品是决定公司当前业绩与估值的核心因素，建议重点关注后续自研新品上线进度以及确定性。此外，TapTap 海外用户拓展（增速及区域）以及货币化进度亦值得关注。

3. 视频：长视频加强监管利于长期发展，短视频增长方向是国内变现和出海，大屏表现平稳

3.1 长视频：加强监管利于长期发展及格局重塑

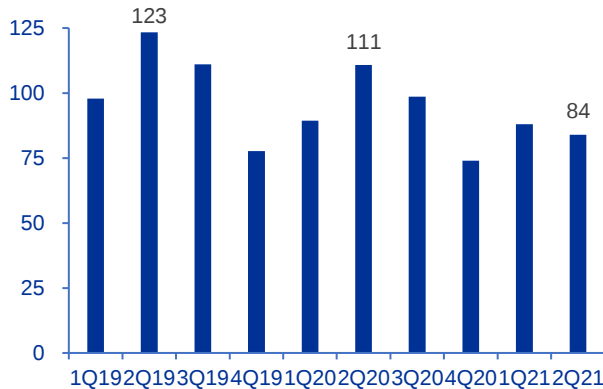
1Q21 古装回暖趋势凸显，2Q21 行业整体景气度受献礼期影响。全网剧集有效播放摆脱疫情影响回归常态，1Q21 环比 4Q20 保持平稳，综艺播放环比提升。2Q21 为献礼季，内容排播调整导致行业景气度略下滑，全网剧综有效播放环比均下降，也影响了各平台会员数增长。预计献礼季后储备内容陆续上线，下半年景气度更高，以上半年线性外推全年基本面未必准确。

图 14：全网剧集有效播放（亿）



资料来源：云合数据，申万宏源研究

图 15：全网综艺有效播放（亿）



资料来源：云合数据，申万宏源研究

监管阵痛有助于正本清源，长期利于长视频行业发展。近期，多部门开展不良粉丝文化整治工作：广电总局要求严格控制偶像类节目，规范长视频内容；中央网信办先后要求不良粉丝文化，取消明星艺人榜，严禁呈现饭圈粉丝互撕信息，持续解散以打投、应援、集资等为主题的粉丝社区、群组。我们认为粉丝文化及偶像类节目的监管趋严，有助于内容产业进一步出清艺人泡沫，成本结构进一步优化；有助于内容和媒体平台格局重塑，发挥价值引领正面作用的公司份额有望进一步提升。

表 5：长视频行业监管政策梳理

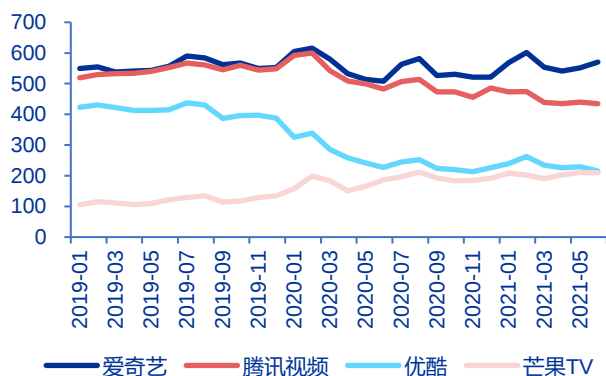
时间	部门	政策详情
2020 年 11 月	中央网信办	专项整治内容乱象，以资讯类、社交类、音视频类等 App 为重点，着力解决移动应用程序传播违法违规信息、提供违法违规服务、服务导向背离主流价值观等突出问题。
2021 年 2 月	中央网信办	研究部署规范全平台网络传播秩序工作，重点整治“自媒体”、热搜热榜、PUSH 弹窗、视频平台存在的扰乱网络传播秩序突出问题。
2021 年 5 月	中央网信办	加大未成年人网络环境整治力度，督促网站平台梳理涉未成年人问题风险漏洞，有针对性研究制定具体工作措施。
2021 年 5 月	中央网信办	部署开展 2021 年“清朗”系列专项行动，重拳整治网络违法违规问题，重点整治互联网盲目模仿、低俗恶搞、内容涉黄、浮夸出格等各类低俗化娱乐化炒作乱象，严厉打击网站平台炒作违法失德人员、劣迹艺人行为。规范明星及其背后机构、官方粉丝团的网上行为。
2021 年 6 月	中央网信办	组织召开 2021 年国家打击治理跨境赌博网络工作组专题会议，知乎整治直播、视频等网站平台暗中植入投放吸赌信息的问题。
2021 年 7 月	中共中央办公厅、国务院办公厅	加强校外培训广告管理，确保主流媒体、新媒体和网络平台等不刊登、不播发校外培训广告。
2021 年 8 月	中央网信办	进一步加强“饭圈”乱象治理，取消明星艺人榜单，严管明星经纪公司，加强对网络综艺节目网上行为管理，不得设置“花钱买投票”功能，严禁引导、鼓励网民采取购物、充会员等物质化手段为选手投票。
2021 年 8 月	中国网络视听协会	坚决支持会员单位采取的联合行动，支持下架吴某凡参演的影视综艺节目，绝不违法失德人员提供出境发声机会和平台，绝不让这些人员和作品在网络视听行业有立足之地。
2021 年 8 月	国家广电总局	开展为期一个月的网络综艺节目专项排查整治，要求严格控制偶像养成类节目，重点加强选秀类网络综艺节目管理，严格控制投票环节设置，进一步压实网络综艺节目制作和播出机构主体责任，加强对粉丝群体正向引导，强化平台“水军”“黑粉”治理。
2021 年 8 月	国家广电总局	坚决支持税务部门对演员郑爽偷逃税案件的处理决定，严肃处理违法违规演艺人员和相关机构，对偷逃税、“阴阳合同”、“天价片酬”等行为零容忍。

资料来源：网信办官网，国务院官网，国家广电总局官网，申万宏源研究

长视频竞争：芒果 TV 广告及运营业务表现亮眼，腾讯视频暑期档爆款有望提升内容景气度，优酷整体平淡，爱奇艺经营情况略有改善但仍有一定压力。

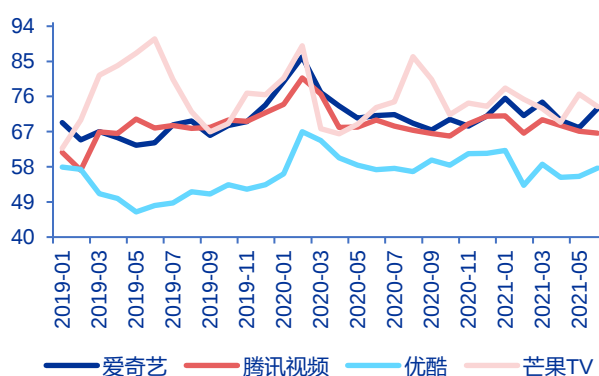
- **芒果TV：1H21 广告及运营业务表现亮眼，下半年剧综丰富有望带动会员收入增长。**1) 广告业务上半年实现收入 31 亿元，同比增长 75%，表现突出，已接近行业头部平台水平（爱奇艺上半年广告收入为 37 亿元，同比增长 20%；根据 QM 数据，上半年芒果/爱奇艺平均 MAU 分别为 2.04/5.64 亿）。2) 会员业务上半年实现营业收入 17 亿元，同比增长 23%，环比下滑 5%。芒果去年热门剧综多集中于上半年，基数较高；而今年二季度为献礼季，受内容排播等影响增速放缓。重点项目于 8 月起陆续上线，预计可有效拉动下半年会员收入增长。3) 芒果 45 亿元定增已落地，其中 40 亿元用于内容库扩建，有助于芒果提升内容核心竞争力；此外，中移资本持有公司股份 7%，成为公司第二大股东，大屏业务会有更深入合作。展望下半年，重点项目已陆续上线，关注度较高的综艺《披荆斩棘的哥哥》上线 7 天播放量均高于《乘风破浪的姐姐》系列，上线 14 天内有 13 天位于骨朵全网综艺热度榜 TOP1；季风剧场储备丰富。
- **腾讯视频：二季度会员增长放缓，暑期档爆款提升内容景气度。**Q2 受献礼季排播调整影响视频业务相对平淡，付费会员数仍为 1.25 亿，环比零增长；根据 QM 数据，2Q21 腾讯视频 MAU 为 4.37 亿，环比减少 5.41%。预计下半年内容景气度有所提升。Q3 爆款已产生，独播剧《你是我的荣耀》《扫黑风暴》位列骨朵全平台剧集热度周榜前两位，截至 8 月 27 日，累计播放量分别为 34.7 亿、27.5 亿，在 1H21 云合全网剧集正片播放榜排第二和第三，仅次于《赘婿》。
- **优酷：1Q21 独播剧热度较高，2Q21 表现平淡。**20 年末至 1Q21 持续推出《上阳赋》《正青春》《山河令》等独播大剧，参与出品多平台联播的《司藤》热度也较高，并且吸引了较多女性用户。2Q21 受内容排播影响表现不及 1Q21，MAU 为 2.24 亿，环比下滑 8.94%。
- **爱奇艺：经营情况略有改善但仍有一定压力。**爱奇艺 2Q21 会员数达到 1.06 亿，同比净增 130 万；会员月 ARPPU 为 12.6 元，同比增长但环比降低；内容成本率为 67%，同比环比均下降；毛利率为 10%，同比提升 2pcts，但环比下滑 1pcts；运营亏损率为 16%，与 2020 年同期的 20%相比进一步收窄，但环比 1Q21 的 18%有所扩大。总体来看，经营情况略有改善但提升幅度不大，压力依然存在。

图 16：爱优腾芒 MAU (百万)



资料来源：QuestMobile，申万宏源研究

图 17：爱优腾芒人均单日使用时长 (分钟)



资料来源：QuestMobile，申万宏源研究

表 6：爱优腾芒经营财务情况

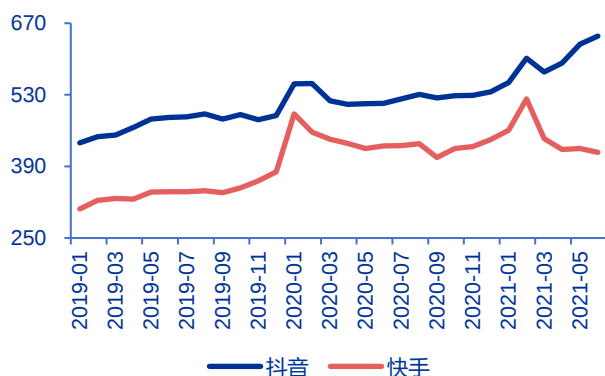
	爱奇艺	腾讯视频	优酷	芒果 TV
1H21 广告收入 (亿元)	37 (YoY+20%)			31 (YoY+75%)
1H21 会员收入 (亿元)	83 (YoY-4%)			17 (YoY+23%)
截至 21 年 6 月末会员 (万)	10,620	12,500		
较期初净增 (万)	450	200		
付费率 (%)	19%	28%		
会员月 ARPPU (元)	13			
1H21 剧集有效播放量 (亿)	611 (YoY-39%)	557 (YoY-35%)	333 (YoY-34%)	26 (YoY-61%)
1H21 全网剧集正片有效播放 Top20	独播 6 部+拼播 8 部	独播 4 部+拼播 8 部	独播 2 部+拼播 6 部	拼播 0 部
1H21 综艺有效播放量 (亿)	61 (YoY-24%)	51 (YoY-11%)	22 (YoY+10%)	27 (YoY-37%)
1H21 全网网综正片有效播放 Top10	独播 6 部+拼播 2 部	独播 7 部+拼播 2 部	独播 2 部	独播 3 部

资料来源：爱奇艺财报，腾讯控股财报，芒果超媒财报，云合数据，申万宏源研究

3.2 短视频：国内增长放缓竞争激烈，增长方向是国内变现和出海

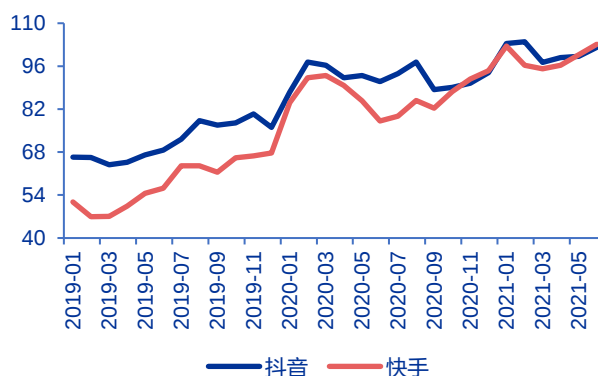
国内用户增长放缓，销售费用率均明显提升，但是快手仍具备较高用户粘性。今年上半年，抖音通过点亮灯笼赢红包等活动拉新并维持广告高增长；快手开启超级直播拉升流量。抖音用户规模再上新台阶，快手国内 MAU 增长陷入瓶颈但活跃度仍提升。根据公司财报披露，2021Q2，快手主 App 的 DAU 为 2.93 亿，YoY+11.8%，MAU 为 5.13 亿，YoY+6.7%，2021Q2 快手人均单日使用时长 106.9min，较 2021Q1 增长 7.6min。快手 21Q1 销售费率 69%，21Q2 销售费用率 59%（20Q2 销售费用率为 44%），体现国内竞争激烈，以及海外扩张。

图 18：抖音快手 MAU (百万)



资料来源：QuestMobile，申万宏源研究

图 19：抖音快手人均单日使用时长 (分钟)



资料来源：QuestMobile，申万宏源研究

国内变现和出海是短视频增长方向。国内变现方面，快手直播收入出现瓶颈，但广告、电商业务高增长；哔哩哔哩游戏和直播、广告等非游戏业务保持高增长。出海方面，截至 6

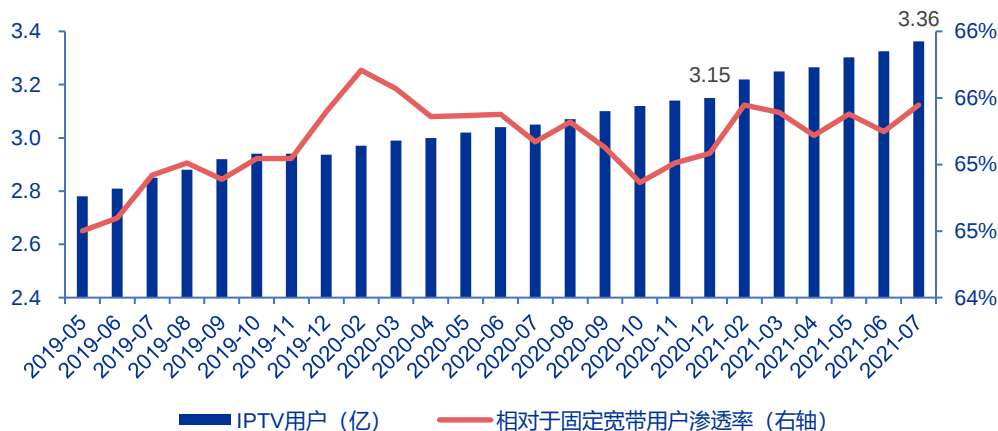
月，快手海外用户 1.8 亿，预计 2021 年底有望增长至 2.5 亿+，定位中东和东南亚。美国撤销对 Tik Tok 禁令后，字节海外用户有望恢复增长。据界面新闻，字节预期 21 年用户数一半来自海外。

- **B 站：用户增长及活跃度稳健，广告业务增长强劲。**B 站用户行为有明显季节性，Q2 和 Q4 由于学生开学常为拉新淡季，尽管 DAU/MAU 比率下降，MAU 环比仍正增长，且单用户使用时长创历史同时段最高，反映出 B 站仍保持较高社区活跃度。上半年游戏业务表现疲软，预计 2Q21 上线的独代游戏将带动后续季度收入增长，海外代理、游戏自研在下半年及明年有望取得更大进展。非游戏业务保持高速增长，其中广告业务表现突出，上半年收入 1764 亿元，同比增速达到 213%。
- **快手：用户环比回落但保持较高粘性，销售投放超过预期。**2Q21 主站用户环比回落，但用户时长和粘性在高基数下提升，体现快手产品的社区属性更为凸显，私域价值突出，老铁在社区内容消费的深度和粘性提升。快手海外发展初见成效，截止 6 月海外 MAU1.8 亿，在中东和东南亚等地市场份额持续提升。商业化方面，直播业务一定放缓；广告收入高速增长，品牌广告占比提升；电商 GMV 保持高速增长，小店交易额占比提升至 90%+。2Q21 销售费用投放超预期，主要系海外用户扩张所致，打通增长部及用户部有望提升获客及投放效率。

3.3 大屏：IPTV 表现平淡，OTT 暑期活跃度明显提升

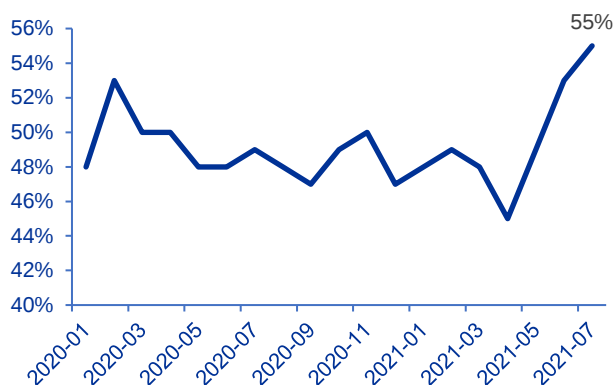
IPTV 和 OTT 流量表现平淡，行业加强合作提高经营效率。从用户规模绝对值和相对于宽带用户的渗透率来看，国内 IPTV 用户增长已放缓，行业需由用户数驱动切换为单用户价值驱动。国内各省市广电新媒体和有线网共建的一个面向家庭市场的大屏广告流量汇聚平台“大屏聚宝盆”已正式推出，打破了渠道壁垒和地域界限，解决了以往客户与单个省份对接的传统分散经营模式，可有效释放 IPTV 广告价值。**OTT 日活率有明显提升，时长已回归常态。**7 月 OTT 日活率达到 55%，超过 2020 年疫情时的峰值 53%。

图 20：全国 IPTV 用户和渗透率（亿，%）



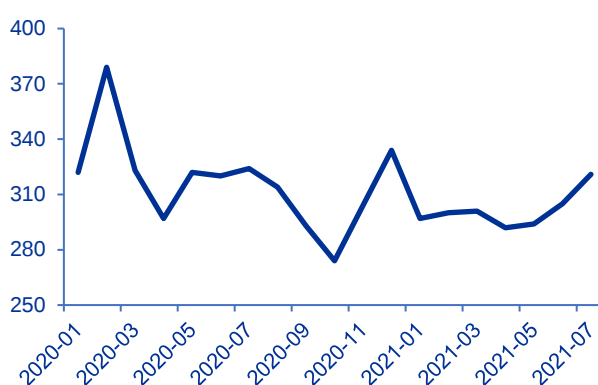
资料来源：工信部，申万宏源研究

图 21: OTT 日活率 (%)



资料来源: 勾正数据, 申万宏源研究

图 22: OTT 日户均时长 (分钟)



资料来源: 勾正数据, 申万宏源研究

3.4 重点公司

芒果超媒: 剧综陆续定档验证下半年高景气度, 监管趋严但长期基本面无虞。关注度较高的综艺《披荆斩棘的哥哥》已上线, 季风剧场储备丰富。45 亿定增已落地助力内容矩阵扩充。2H21 综艺项目丰富, 芒果综艺实力已获得充分认可, 头部项目的延续性将保证广告业务的成长性。粉丝文化及偶像类节目监管趋严, 有利于长视频格局重塑。芒果超媒无偶像养成节目, 作为国有新媒体平台发挥价值引领作用, 不依赖明星而是以作品为核心, 基本面无虞。此外, 小芒电商和实景娱乐的进展亦存在超预期可能。

哔哩哔哩: 社区保持较高活跃度, 广告游戏增长可期。哔哩哔哩预计 3Q21 收入将在 51 亿至 52 亿元人民币之间 (同比增长 58%-61%)。Q3 为拉新旺季, 预计用户增长稳健, 社区将保持较高活跃度。商业化方面, 重点跟踪游戏及广告业务。2Q21 上线的独代游戏将带动后续季度收入增长; 海外代理有望在下半年取得更大进展; 公司已有 6 个自研工作室和超过 1000 名团队成员, 期待自研游戏在明后年取得突破。公司在品牌广告商中认可度持续提升, 广告业务具有巨大上升潜力。

快手科技: 大力开拓海外市场, 广告政策、直播用户增长仍待观察。行业增速放缓的大背景下, 快手将通过加强运营和算法提升用户粘性, 通过社交关系及地域运营 (中低线城市用户活跃显著高于高线城市用户) 提升 DAU 和时长。中长期快手仍将保持 4 亿 DAU 的目标, 同时大力海外地区广阔市场, 提升海外用户规模。广告业务方面, 公域流量红利及算法运营及时长提升, 快手广告增速保持高速增长。但近期广告行业监管趋严, 数据安全及个人信息保护法或对行业整体造成影响, 政策影响仍需持续跟踪。电商交易方面, 公司通过信任电商提升消费者体验及电商复购率, 通过品牌战略促进 DAU 和时长及流量增长, 并加强供应链能力, 利用供应商将流量导向私域, 并持续推进好物联盟建设。直播用户增长策略方面, 快手用户时长提升将有效提升推荐算法能力, 同时公司将持续致力提升 PGC 内容, 培育优质的公域私域流量生态。

新媒股份: IPTV 基础用户增长提速。新媒股份 21 年上半年 IPTV 基础用户净增约 100 万, 相当于 20 全年净增量, IPTV 基础业务上半年贡献收入 3.7 亿 (yoy+5.7%), 高基数

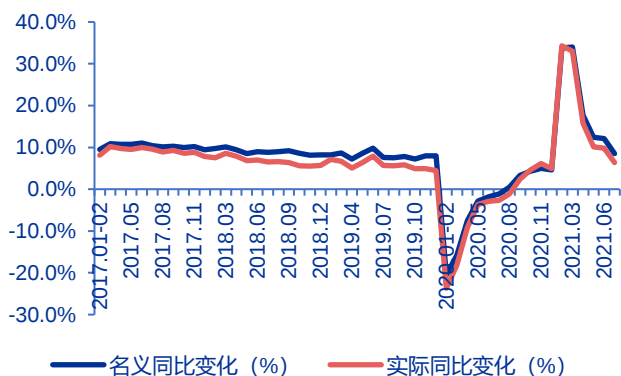
下增速放缓，但仍是公司重要的业绩基本盘。IPTV 增值业务延续良好表现，通过引入优质频道和垂直化内容，有效提高喜粤 TV 超级会员、喜粤 TV·极光等增值产品的付费率和 ARPPU。OTT 形成长/中/短/直播等产品矩阵，日活前 10 占据 4 席。云视听极光 21 上半年平均日活近 3600 万，同比增长 19%；云视听小电视扩张更为明显，上半年平均月活达到 3371 万、日活超 450 万，用户规模升至行业第五，仅次于芒果 TV。目前凭借公司在各垂直视频方向加强头部内容合作，已形成了长视频（云视听极光、云视听 MoreTV、云视听埋堆堆）、中视频（云视听小电视）、短视频（云视听快 TV）、直播（云视听虎电竞）、音乐（云视听全民 K 歌）的完整视听内容矩阵。21 上半年以省外业务+有线增值业务为核心的内容版权业务贡献收入 3530 万元，凭借已覆盖的 11 个省份逐步落地，21 年省外收入有望快速扩张。公司凭借 IPTV 省内（1938 万）、省外（超 3000 万）以及 OTT 系列产品 2.36 亿用户，有望延伸业务链条，实现全国辐射。

4. 广告：1H21 延续 20 年高景气，下半年消费疲软，结构分化持续

4.1 广告：1H21 延续高景气，但 2H21 需求或回落

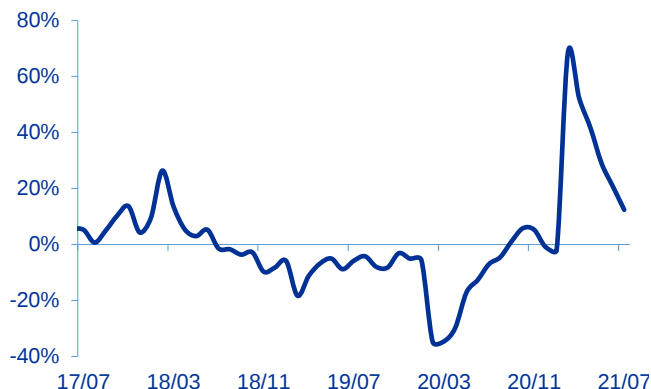
1H21 延续 2H20 高景气，2H21 需求或回落。据 CTR 数据，4 月-6 月全媒体广告刊例花费同比分别增长 41.7%，28.9%和 20.7%，主要是消费复苏，疫情影响下的低基数效应逐步弱化，但仍维持 20%以上增速，7 月全媒体刊例花费增速 12.4%环比回落，社零名义/实际同比增速分别为 8.5%/6.4%，消费数据疲弱或影响广告未来需求。据 Questmobile，1Q21 互联网广告延续同比增长 54.6%，较 1Q19 增长 23.9%，2Q21 估算同比增长 19.6%。

图 23：社零名义增速与实际增速（%）



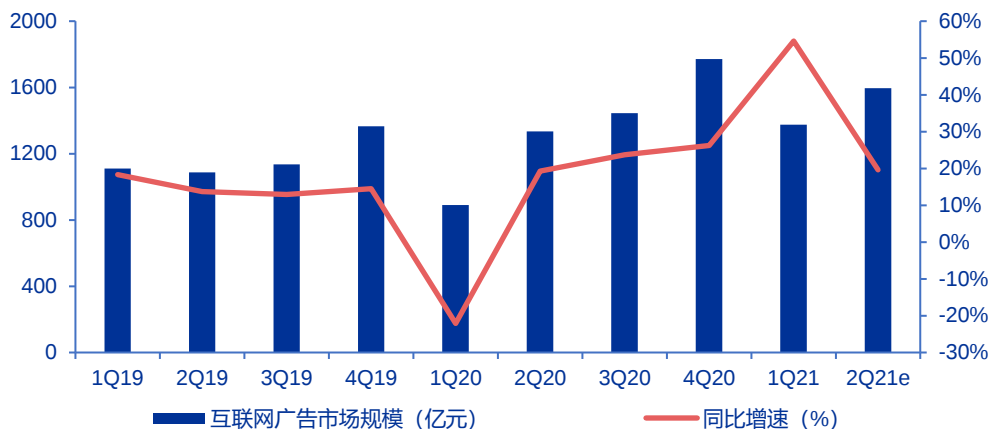
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 24：全媒体广告刊例花费同比增速（%）



资料来源：CTR，申万宏源研究

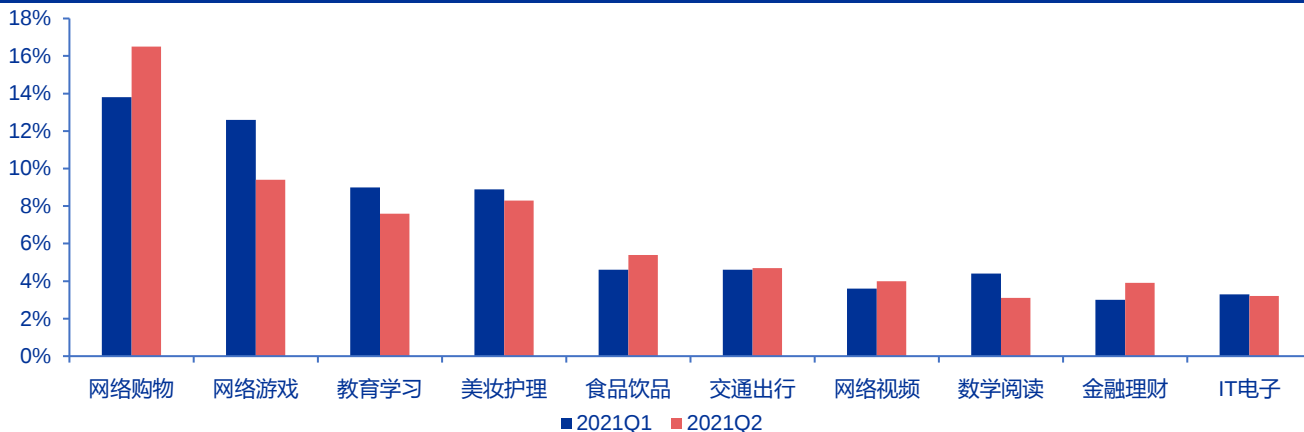
图 25：1Q19-2Q21 中国互联网广告市场规模及增速（亿元，%）



资料来源: QuestMobile, 申万宏源研究

从广告主行业看, 消费(电商+美妆个护+食品饮料)仍是投放主力和增长动力, 教育类广告受政策影响 4 月起减投。据 QuestMobile, 2021 年上半年网络购物、网络游戏、学习教育、美妆护理、食品饮料行业投放占比排名前五, 2021Q2 分别占比 16.5%、9.4%、7.6%、8.3%和 5.4%。2Q 电商平台增投明显主要是 6 月电商大促。教育广告 2Q21 下滑主要是 4 月起有加强对教育广告投放监管预期。下半年随着“双减”政策开始执行, 预计教育类广告不再持续投放。增速上看, 1H21 投放费用增速较快的行业主要是消费, 细分行业最快的是方便食品和茗茶, 超过 50 亿元主要是护肤彩妆。

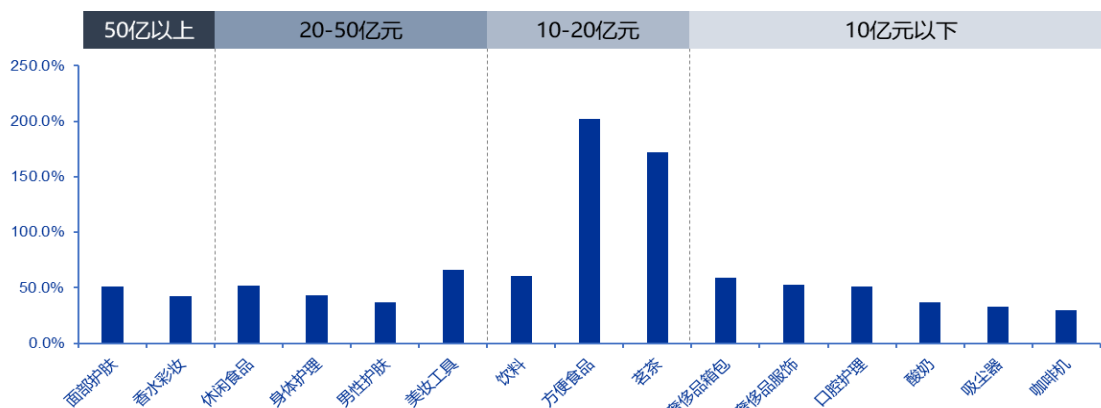
图 26: 2021 年上半年广告主行业投放费用 TOP10 季度占比 (%)



注: 1) 网络购物为综合电商平台, 包含联合品牌投放和自投广告费用; 2) 学习教育包含线上教育和线下教育机构广告投放费用; 3) 以上广告投放形式为互联网媒介投放广告, 不包括搜索广告、电商平台内广告、直播、软植、综艺节目冠名、赞助等广告形式及硬件广告如手机厂商广告、OTT 开机广告。

资料来源: QuestMobile, 申万宏源研究

图 27: 2021 年上半年广告主行业细分品类投放费用同比增长率 TOP15 (%)



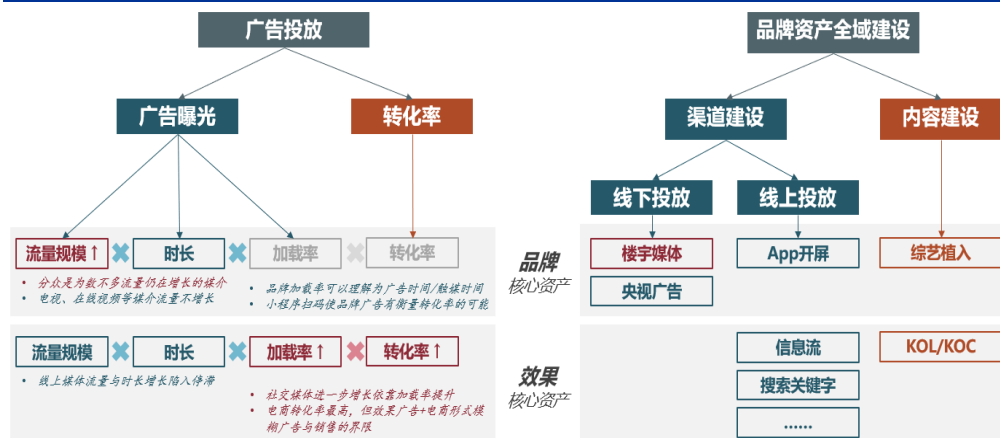
注：筛选 2021 年上半年互联网广告投放费用超过 6 亿元，且同比增长率 $\geq 10\%$ 的广告主行业，根据同比增长率降序排列。

资料来源：QuestMobile，申万宏源研究

4.2 广告结构分化：电商、社交、短视频及楼宇广告增速快于大盘，互联网广告马太效应提升

新渠道加速变革、多元化电商崛起对广告行业的影响深远且持续，我们认为主要有两个重大影响：（1）效果广告与电商结合实现销售闭环，营销和销售边界模糊，创造广告行业增量；（2）D2C 缩短流通环节，流量增长和转化率高的媒介获得广告主的青睐，全域营销下，品牌塑造抢占消费者心智的重要性愈发凸显。

图 28：广告主品牌资产全域建设投放

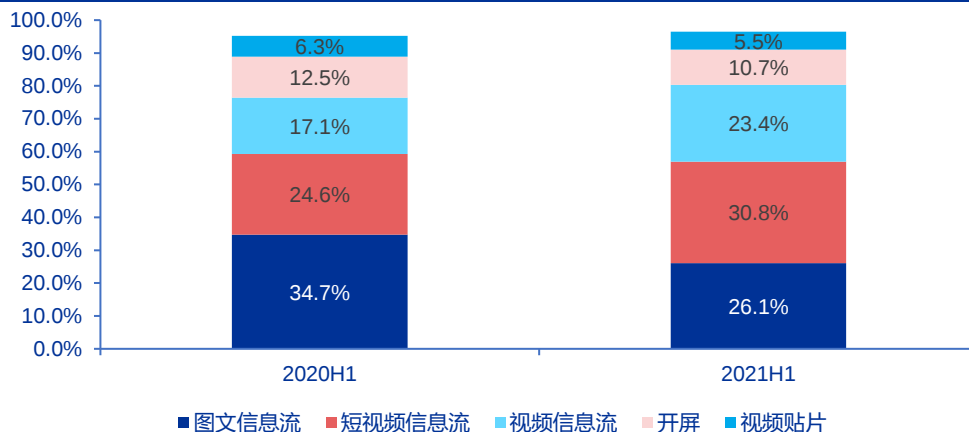


资料来源：申万宏源研究

上半年广告主持续增投视频类信息流广告，相关政策出台后预计开屏广告占比下滑。1H21，视频类广告投放占互联网整体投放费用 54.2%（较 1H20 增长 12.5pct）。开屏广告占比 10.7%，但预计随着工信部大力推进 App 开屏弹窗信息骚扰用户问题的整治，预计后续开屏广告占比持续下降，目前百度、阿里、腾讯、字节跳动等 68 家头部互联网企业已完成整改。

电商、社交、短视频及楼宇广告增速快于大盘。从公司广告增速看，流量增长、转化率提升的电商、社交和短视频广告维持高增长，楼宇媒体上半年也保持高增长主要是疫情影响不再，单屏收入复苏。

图 29: 2020 年上半年-2021 年上半年广告投放费用点位分布 (%)



资料来源: QuestMobile, 申万宏源研究

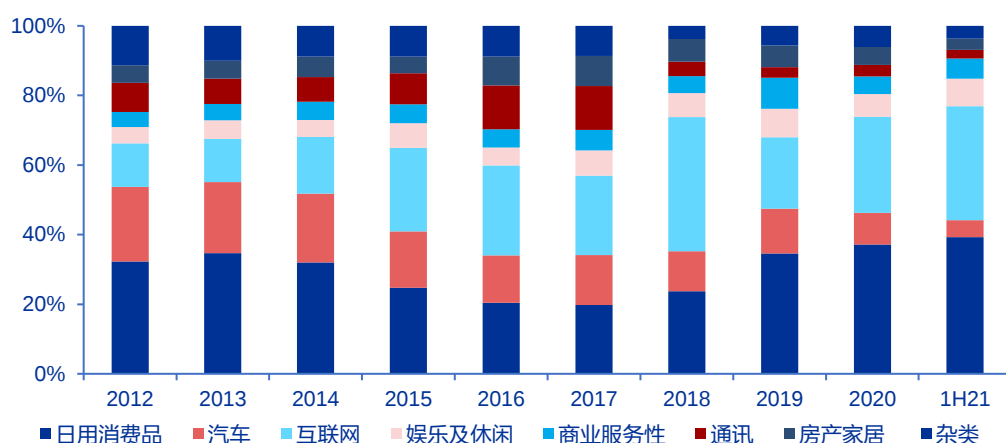
表 7: 主要广告公司 3Q18-2Q21 广告收入同比增速 (%)

公司	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21
拼多多	926%	470%	256%	173%	126%	71%	39%	71%	92%	95%	157%	64%
京东			27%	24%	29%	29%	17%	39%	24%	30%	48%	23%
美团	105%	106%	91%	73%	62%	61%	0%	19%	28%	23%	98%	67%
百度	12%	4%	3%	-9%	-9%	-2%	-19%	-8%	-1%	0%	27%	18%
微博	48%	25%	13%	0%	1%	-1%	-16%	-8%	1%	12%	42%	47%
哔哩哔哩	179%	302%	60%	75%	80%	81%	90%	108%	126%	149%	234%	201%
腾讯社交	61%	43%	34%	28%	32%	37%	47%	27%	21%	25%	27%	28%
腾讯媒体	23%	26%	5%	-7%	-28%	-24%	-10%	-25%	-1%	8%	7%	1%
爱奇艺	-9%	3%	0%	-16%	-14%	-15%	-27%	-28%	-11%	-1%	25%	15%
分众传媒	22%	12%	-12%	-25%	-15%	-12%	-26%	-14%	2%	31%	85%	40%

资料来源: Wind, Bloomberg, 申万宏源研究

楼宇媒体成为中国新消费品牌助推器。分众传媒 1H21 实现收入 73.27 亿 (同比 +58.9%)，归母利润 29 亿 (同比+252.23%)，位于业绩预告中枢符合预期；预计 3Q 归母净利润 14.8-16.3 亿, 同比增长 7.32%-18.20%，预告略超预期。1H21 单屏收入提升，广告主结构持续优化。测算 2Q21 楼宇媒体收入 34.10 亿 (同比+30%)，上半年单点平均收入和盈利水平同比持续回升 (到 16 年水平)。拆分看 1 月涨价对应落地 5%-10%，刊挂率环比 1Q 稳定，2Q 基本面扎实。客户结构上，日用消费品占比 39%较 20 年底 +2.09pct，互联网占比 33%主要是稳健的电商类客户增投。杂类投放增长 37%主要来自基金理财等，客户结构持续优化。

图 30: 2012-1H21 分众传媒客户收入变化 (%)



资料来源：分众传媒财报，申万宏源研究

4.3 重点公司

分众传媒：客户结构已充分优化，梯媒延续高景气。（1）客户结构调整优化，日用消费品占比 39%较 20 年底+2.09pct，互联网占比 33%主要是稳健的电商类客户增投。杂类投放增长 37%主要来自基金理财等，客户结构持续优化；（2）量价上看，1 月涨价对应落地 5%-10%，刊挂率环比 1Q 稳定；（3）长期空间来自新消费和老品牌重定位领域拓展品类，大品牌通过完善数字化能力满足更多客户需求，数字化与友盟等合作合作；（4）当前竞争趋缓。新潮点位体量已形成有价值网络，对部分广告主有补充价值；（5）分众相比物业做梯媒，优势在规模大的优质点位网络和自有的基础设施工具沉淀。

快手科技：广告收入高速增长，品牌广告占比提升。广告收入 100 亿（同比+156%），广告收入提升主要由于公域流量增加和品牌广告提升带来。快手品牌广告占比持续提升，跑赢整体广告增速。品牌广告主数量较去年同期增长了近 4 倍。平台为品牌广告主建立一站式闭环解决方案，与电商业务相联动，提升 GMV 内循环增长，公司持续进行重点广告主行业的集中突破，提升这些行业的市占率。公域流量红利及算法运营及时长提升，快手广告增速保持高速增长。但近期广告行业监管趋严，数据安全及个人信息保护法或对行业整体造成影响，政策影响仍需持续跟踪。

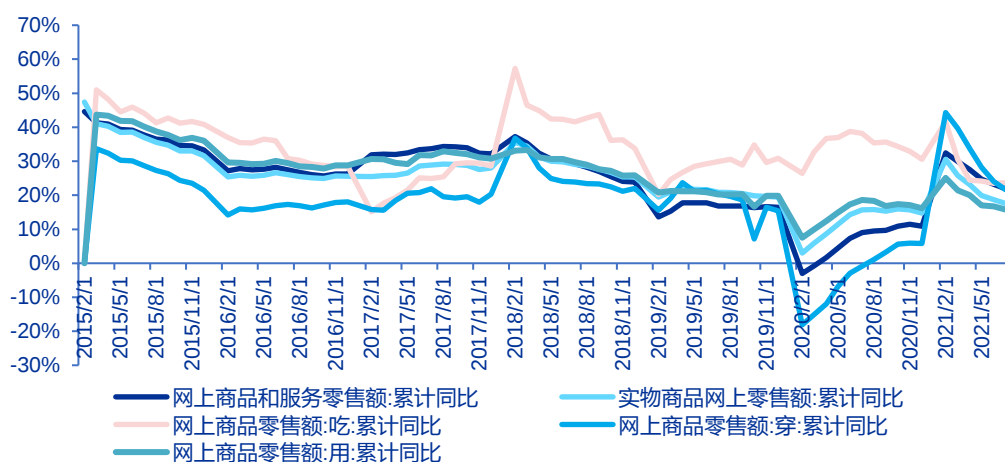
字节跳动：根据晚点 LatePost，广告和电商均有望实现大幅增长。（1）广告方面：2020 年估计实现广告 1800 亿，2021 年目标 2600 亿但受教育行业广告投放缩减影响，预计目标下调；（2）2020 年估计实现电商 GMV1700 亿，2021 年电商目标在 5000-6000 亿。

5. 电商及本地生活服务：加大资本开支，直播电商高增长，社区电商降本提效

5.1 电商：渗透率持续提升，媒介下沉分化

电商渗透率持续上半年 23.7%。据国家统计局，2021 年 1-6 月全国网上零售额 61,133 亿元，同比增长 23.2%，增速环比减少 1.5pct；实物商品网上零售额 50,263 亿元，增长 18.7%，增速环比减少 1.2pct。实物商品网上零售额占社零比重 23.7%，较 2021 年 5 月上升 1.1pct，较上年同期下降 1.5pct。吃/穿/用在实物网上零售额分别增长 24%/24%/17%。

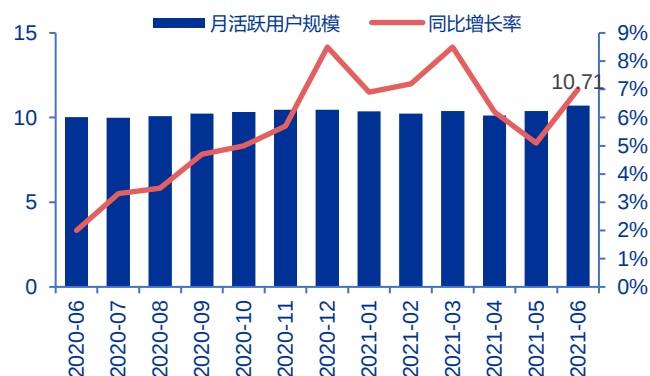
图 31：我国网上商品和服务零售额累计同比增速（%）



资料来源：Wind，申万宏源研究

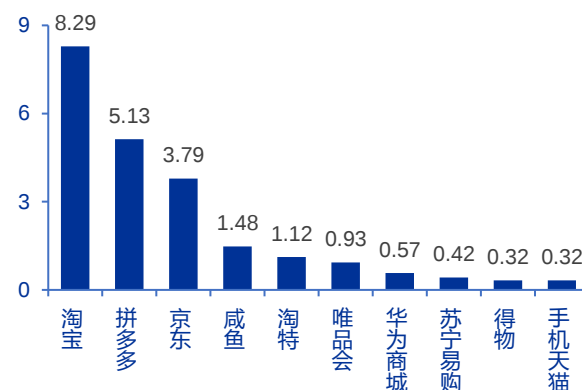
电商媒介下沉分化，巨头加速获取下沉增量。据 QuestMobile，移动购物行业月活跃用户规模接近 11 亿，保持稳健增速。行业巨头通过特价版、直播电商、社交裂变等方式，持续获取下沉用户。

图 32：移动购物行业用户规模及趋势（亿人/%）



资料来源：Questmobile，申万宏源研究

图 33：2021M6 移动购物 TOP10 用户规模（亿人）

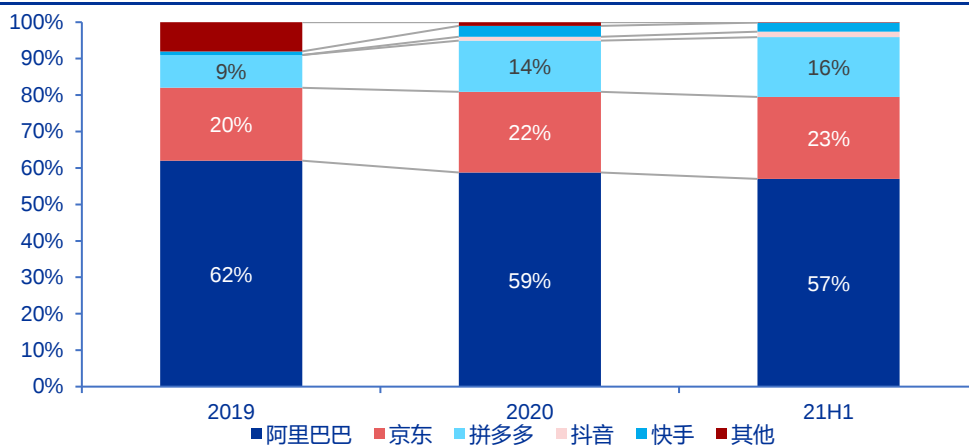


资料来源：Questmobile，申万宏源研究

5.2 格局：巨头加大资本开支，内容电商高增，社区电商进入降本提效战略期

巨头竞争加剧，内容电商快速增长。据我们估算，2H21 阿里 GMV 份额小幅下降至 57%，下降约 2pcts，拼多多、京东及快手份额提升。据快手二季度财报，快手 1H21 实现 GMV 2639.6 亿元，快手小店占比达 90.7%，2021 年电商 GMV 目标 6500 亿元。据晚点 LatePost，抖音 2021 年电商 GMV 目标约 5000 亿元。我们预计 2021 年下半年电商行业受疫情反复、极端天气影响，整体增速放缓，但下半年旺季对用户和商家的争夺仍将加剧。抖快平台、特价版及垂直内容电商将进一步切分用户钱包份额，竞争激烈。

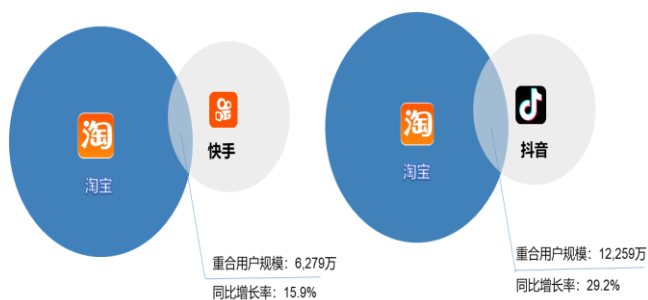
图 34：2019 年-2021H1 头部电商平台市场份额 (%)



资料来源：Bloomberg，申万宏源研究测算

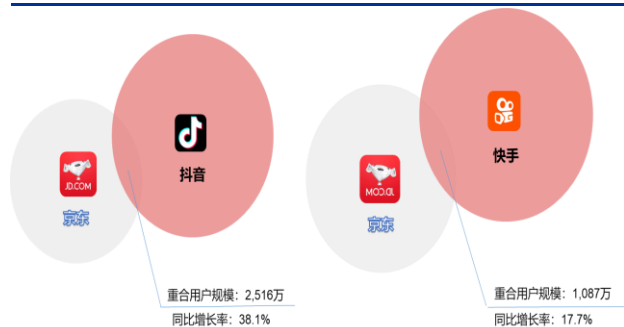
内容电商持续渗透，用户重合度提升。据 QuestMobile，2021 年 6 月，快手、抖音平台与传统电商直播用户重合度持续提升，与淘宝直播重合用户分别为 0.6 / 1.2 亿人，与京东直播重合用户分别达 1087 / 2516 万人。

图 35：2021M6 短视频与电商平台直播用户重合度



资料来源：QuestMobile，申万宏源研究

图 36：2021M6 短视频与电商平台直播用户重合度

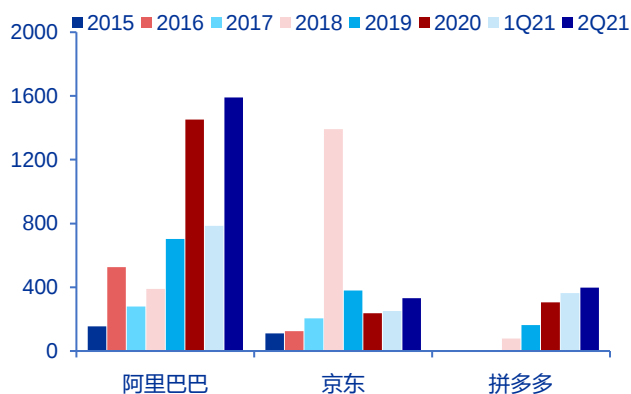


资料来源：QuestMobile，申万宏源研究

用户获客成本持续攀升，特价版、社交裂变等方式重要性凸显。三大电商获客成本持续推升，21Q2 阿里获客成本高企，主要系本地生活服务、淘宝特价版、Lazada 等新用户获取。本季度阿里新增 AAC1700 万，主要用户增量来自淘特、社区团购及闲鱼。淘特 AAC 超 1.9 亿，闲鱼 MAU 超 1.1 亿。21Q2 拼多多 AAC 达 8.5 亿，环比净增 2610 万人，内容分发及用户活跃度较高。21Q2 京东 AAC 达 5.3 亿人，环比净增 3210 万人，增量创新高。

电商巨头加大资本开支，通过重资产供应链及履约能力建设，提高周转及运营效率。目前电商和生活服务基础设施的建设主要包括：继续完善电商配送网络、完善以外卖为核心的本地即时配送网络、以生鲜为代表的社区电商产业链。例如阿里巴巴计划加大投入以支持平台商家并投资新业务和关键战略领域；拼多多则加大了冷库冷链建设等农产品物流基础设施投入。

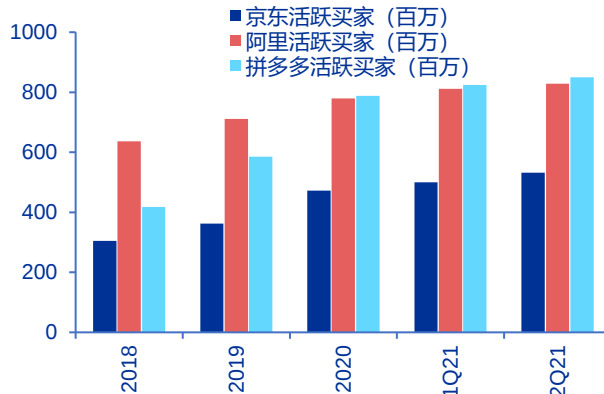
图 37：2015-2021Q2 电商平台获客成本（元/人）



注：1) 阿里巴巴为对应财年数据；2) 获客成本=销售费用/新增年活跃买家数，假设销售费用全部用于新增用户获客；

资料来源：Bloomberg，申万宏源研究

图 38：2015-2021Q2 电商平台用户规模（百万）

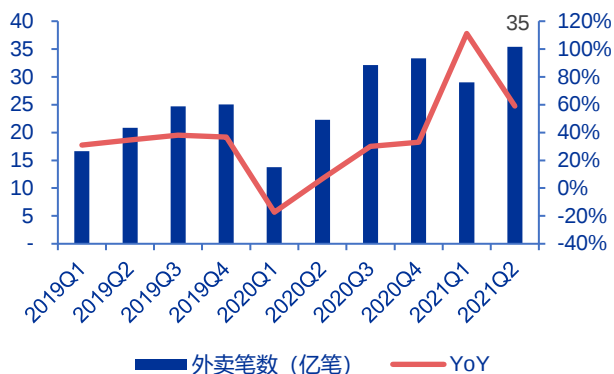


资料来源：Bloomberg，申万宏源研究

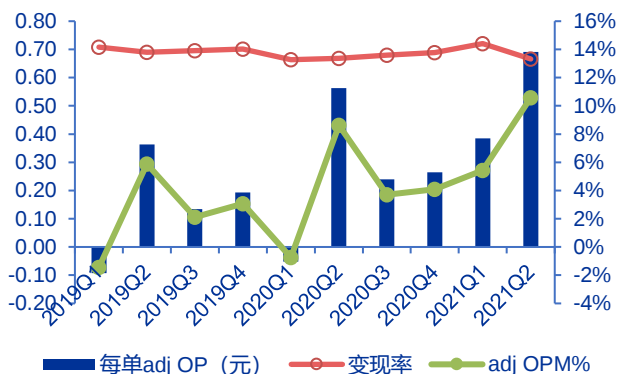
外卖行业景气较高，行业龙头盈利能力提升。2Q21 外卖行业整体表现强劲，景气度较高。其中美团季度单量 35 亿笔，同比增长 59%，饿了么单量同比增长 50%+。从美团财报角度分析，外卖 UE 持续优化。Q2 美团单均盈利 0.69 元，经调整 OPM 达 10.6%。一方面季节性因素骑手成本较低，另一方面体现美团运营效率提升，会员活动促进用户粘性，及交易频次提升。受疫情反复及部分地区极端天气影响，预计三季度外卖单量增速适当放缓，我们预计美团单量同比增速 26%。

图 39：美团外卖单量及增速（亿，%）

图 40：美团单均盈利（元，左轴）、经调整 OPM 及变现率（%）



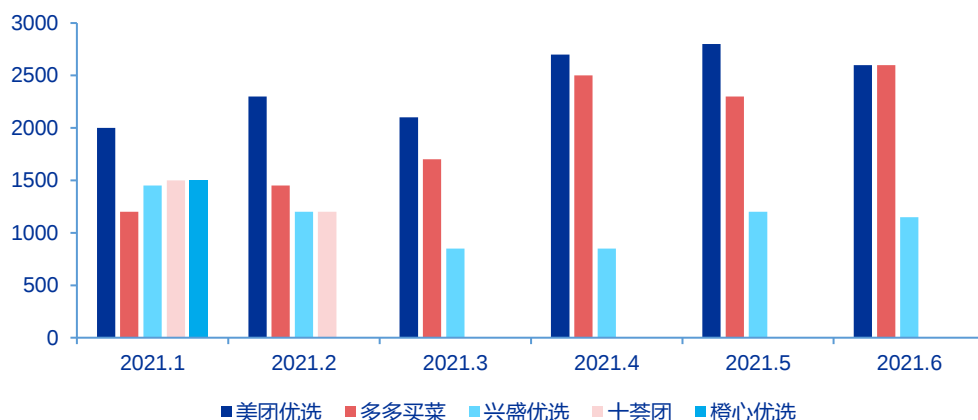
资料来源：美团财报，申万宏源研究



资料来源：美团财报，申万宏源研究

社区电商进入降本提效战略期，行业集中度进一步提升。21Q2，由于严格监管（社区团购“九不得”新规、新就业形态劳动者权益保障、数据安全等）及夏季高温淡季影响，多数平台整体单量增速放缓，美团优选、多多买菜依然保持第一梯队，日均单量约2700/2600万左右，GMV均约180亿左右。据美团、拼多多财报，我们推算美团优选、多多买菜业务二季度分别亏损约68亿元、45亿元。二季度以来，行业进入规范发展，降本增效的整合战略期，橙心优选/京喜/十荟团相继做出战略调整，收缩覆盖区域，控制成本投入，美团、多多、兴盛依旧保持领先地位，竞争格局8进5、5进3的时代到来，集中度进一步提升。行业发展由补贴促进增长向降本提效战略期过渡。社区团购回归本质价值，重构供给履约链路，帮助消费者支付较低溢价，获取价格性价比优势，助力建设下沉市场及农村用户本地生活服务场景。我们预计头部公司将持续优化自身履约效率，下半年旺季具备运营效率及流量优势的平台将持续领跑。

图 41： 社区团购上半年主要平台日均单量（万件）



资料来源：开曼社区，新经销，申万宏源研究

5.3 重点公司

阿里巴巴：新业务高投入换收入高增长，云+文娱亏损收窄业绩超预期。1) 用户增长符合预期，增量来自淘特，闲鱼及社区电商。本季度，阿里 AAC 达到 11.8 亿，主要来自

淘特的 1000 万增长, 闲鱼及社区团购贡献剩余增量。22 财年, 阿里 AAC 国内目标 10 亿, 预期通过在手海外补充建立消费者 App 矩阵, 通过不同 App 的定位满足不同用户偏好。我们认为, 阿里当前通过大力投入新业务如社区团购 (FY1Q22 GMV 环比+200%), 并入飞猪、高德重整本地生活组织架构(饿了么订单+50%)等多业务实现用户和收入端增长, 一方面寻找下沉市场等场景可能的用户增量, 一方面扩大场景提升单用户 ARPU 值。**2) 钉钉并入云业务但增速仍低于预期, 亏损收窄超预期。**云收入同增 29%低于预期, 剔除字节流失后收入同增 40%, 预计字节对收入影响持续全年。钉钉 (有收入未盈利) 并入后经调整 EBITA 利润仍转正至 3.4 亿, 收入主要互联网、金融和零售增长驱动, Top10 集中度个位数。从产品角度看, 数据存储、分析、学习等智能解决方案需求量大, 客户使用单一服务后可以做交叉销售, 当前云市场仍处于初期空间大。

美团: 核心业务盈利优化, 1) 2Q21 美团外卖表现强劲, UE 持续优化。美团外卖 UE 模型持续优化, 单均盈利 0.69 元, adj OPM 达 10.6%。一方面季节性因素骑手成本较低, 另一方面体现公司外卖运营效率提升, 会员活动促进用户粘性 & 交易频次提升。2Q21 美团 LTM 交易用户数达 6.3 亿, yoy+37.4%。受疫情反复及极端天气影响, 我们预计 3Q 增速放缓, 预计单量同比增速 26%。**2) 到店酒旅 GTV 高速增长, 发展空间广阔。**到店酒旅供给端持续优化, GTV 实现三位数增长。公司降低订阅制中小商家费用, 促进商户数高速增长, 餐饮商家供给端持续优化, 拓展轻食、高品质等品类, 同时宏观环境恢复商家投放需求增长, 促进 CPC 提升。短期来看, 近期极端天气及疫情反复, 影响外卖配送成本及酒旅业务情况, 预计三季度两块业务利润率有所降低。长期来看, 外卖 UE 模型持续优化, 社保政策部分提升骑手成本, 但预计骑手成本影响低于 0.5 元, 长期盈利空间稳固。到店酒旅业务供给端优化, 促进 GTV 发展空间广阔。**3) 新业务保持投入, 下半年布局发展。**美团优选持续扩大覆盖城市, 目前已基本覆盖外卖所在城市。在经历社区团购“九不得”监管后, 行业逐步走向规范发展, 竞争格局持续优化。十荟团、橙心优选等进入战略收缩阶段, 预计下半年社区团购行业迎来旺季, 公司将持续投入。美团打车方面, 行业监管既是挑战也是机遇, 一方面公司严格规范自身, 积极配合佣金政策调整, 另一方面在监管趋严的行业窗口期, 公司在 30+ 城市发展网约车自营业务, 有望逐步扩大市场份额。

快手: 流量闭环进一步完善, 电商 GMV 保持高速增长。快手小店交易额占比提升至 90%+, 公司通过信任电商提升消费者体验及电商复购率, 通过品牌战略促进 DAU 和时长及流量增长, 并加强供应链能力, 利用供应商将流量导向私域, 并持续推进好物联盟建设, 二季度好物联盟 GMV 贡献提升 90%。**直播业务一定放缓, 月均直播用户付费收入提升。**直播业务放缓主要系直播月均付费用户规模减少, 但付费额度保持提升证明直播用户仍具备较强变现能力。直播用户增长策略方面, 快手用户时长提升将有效提升推荐算法能力, 同时公司将持续致力提升 PGC 内容, 培育优质的公域私域流量生态。

微盟集团: 大客战略效果持续显现, 加大投入提升竞争力。公司上半年整体收入端超预期, 数字商业业务 (原 SaaS 业务以及海鼎) 增长强劲, 付费商户及大客稳健增长, ARPU 增速高于付费商家增速。智慧零售表现突出, 同比增速 298% (包含海鼎并表但内生亦增长强劲), 占 SaaS 业务收入升至 33%。商家解决方案 (原净额法确认精准营销+TSO 服务费及佣金等) 广告主数量及投放金额均有增加; 数字媒介 (原总额法确认精准营销) 战

略性收缩。公司上半年加大战略投入，如升级电商零售业务组织架构，打造新商业系统；虽导致短期利润端承压，但是利于提升公司中长期竞争力。

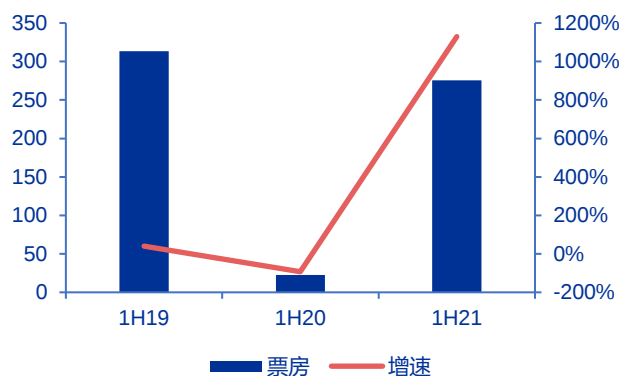
中国有赞：大客战略转型期，期待后续表现。公司上半年 GMV 增速放缓，Q2 单季度 GMV 同比下滑，主要受快手渠道下滑拖累，其他渠道仍保持稳健增长。以此也可以看出，微信生态更适宜于第三方 SaaS 服务厂商成长。有赞当前也已调整战略，重点是大客、生态以及国际；今年 5 月正式发布新零售业务品牌，6 月正式发布 K100 战略合作，期待战略转型结果。

6. 影视院线票务：1H21 电影票房未恢复至 1H19 水平，院线集中度小幅提升

6.1 电影行业仍待复苏，院线集中度小幅提升、票务格局稳定

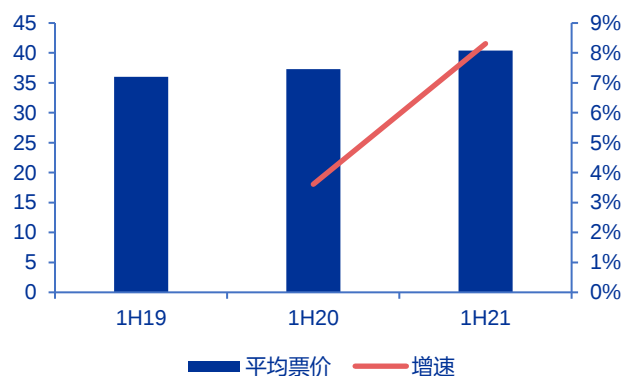
1H21 电影票房市场恢复至 19 年同期的 88%，优质国产片填补进口片供给不足份额。根据猫眼数据，1H21 全国总票房 276 亿元，较 19 年同期下滑 12%；平均票价提升至 40.4 元（19H1 为 36 元）。由于进口电影供给不足，1H21 国产片票房占比较往年提升明显。考虑到海外疫情状况，短期内进口电影产能预计仍将紧张，我们认为，优质的国产片或将填补往年进口电影所占据的票房份额。

图 42：近几年上半年电影票房及其增速（含服务费，亿元）



资料来源：猫眼数据，申万宏源研究

图 43：近几年上半年电影平均票价及增速（含服务费，元）



资料来源：猫眼数据，申万宏源研究

院线竞争格局：万达电影份额略有提升。根据艺恩数据，1H21 万达电影市场份额为 14.64%，相较 2019 全年份额提升 1.34pct。展望全年，万达市占率提升逻辑正在加速兑现，公司 21 年 1-6 月市占率分别为 15.47%/13.05%/17.43%/15.2%/15.8%/15.7%，2 月份下降原因在于春节档有上座率限制，导致人次溢出效应明显，进而影响了市占率；3 月公司执行“人次优于票价”策略，通过人次增长带动票房和非票房收入的增长份额进一

步提升，4-6 月份额稳健，维系在 15%以上。考虑到公司定增资金已到位，预计 21-22 年公司稳健推进院线扩张节奏，公司中长期市占率有望达到 16%-17%左右。

表 8：影投口径市占率情况（含服务费，亿元）

2019 年			2020 年			1H21			相较 2019 全年
影投	票房	份额	影投	票房	份额	影投	票房	份额	份额变化/pct
万达电影	85.3	13.30%	万达电影	30.3	14.90%	万达电影	40.4	14.64%	1.34
大地影院	35.5	5.50%	大地影院	10.4	5.10%	大地影院	13.5	4.89%	-0.61
横店院线	23.2	3.60%	横店院线	7.9	3.90%	横店院线	10.7	3.88%	0.28
CGV 影投	19	3.00%	CGV 影投	6.2	3.00%	CGV 影投	7.5	2.72%	
中影影投	18.2	2.80%	中影影投	5.1	2.50%	金逸影视	6.4	2.32%	
金逸影视	17.6	2.70%	金逸影视	4.8	2.40%	中影影投	6.4	2.32%	
博纳影投	10.5	1.60%	博纳影投	3.4	1.70%	上海星轶	4.8	1.74%	
香港百老汇	10.1	1.60%	香港百老汇	3.2	1.60%	博纳影投	4	1.45%	
耀莱管理	9.9	1.50%	UME	2.8	1.40%	香港百老汇	3.6	1.30%	
太平洋影管	9.4	1.50%	上海星轶	2.6	1.30%	幸福蓝海	3.5	1.27%	
CR3	144	22.40%		48.6	23.90%		64.6	23.40%	1.00 pcts
CR5	181.2	28.20%		59.9	29.40%		78.5	28.44%	0.24 pcts
CR10	238.7	37.10%		76.7	37.80%		100.8	36.52%	-0.58 pcts

资料来源：艺恩数据，申万宏源研究

展望 21 年，预计观影需求有望得到进一步释放，重点关注优质国产电影内容方。根据猫眼专业版，21 年国庆档预计上映的电影有《长津湖》、《铁道英雄》、《我和我的父辈》等 9 部影片，考虑到观影需求复苏，进口电影短期供给紧张，优质的国产片有望获得较高的票房弹性。

6.2 重点公司

万达电影：市占率提升逻辑正逐步兑现。公司 21 年来采用“人次优于票价”策略，通过人次增长带动票房和非票房收入的增长份额进一步提升，已经取得不错的正反馈。1H21 公司实现票房 35.5 亿元，较 19 年同期下降 9.1%；观影人次 9181 万，较 19 年同期增长 1.1%，影投口径市占率为 14.64%，较 2019 全年份额提升 1.34pct。公司不断优化影院项目质量，新开业自营影院 24 家，关停经营效率较差的影院 7 家。至 21 年 6 月底，公司国内拥有已开业影院 712 家，其中直营影院 664 家，特许经营加盟影院 48 家。21 年下半年项目储备丰富，电影方面，主投或主控的《大头儿子小头爸爸 4》《2 哥来了怎么办》《我的父亲焦裕禄》等影片已分别于 7 月、8 月上映，《陪你很久很久》《没有一个春天不会来临》《皮皮鲁与鲁西西之罐头小人》《天星术》《小伍哥（暂定名）》等多部电影预计将择机上映；剧集方面，新媒诚品参与投资制作的《亲爱的爸妈》已于 8 月在北京卫视播出，《最灿烂的我们》《一见倾心》《谢谢你医生》等多部剧集预计也将陆续播出。

光线传媒：21 年业绩有望加速复苏。1) 21 年上半年电影票房市场回暖，优质国产片填补进口片供给不足份额。根据猫眼专业版数据，1H21 全国总票房 275.68 亿元（含服务

费)，较 19 年同期下滑 12%；观影人次 6.81 亿人，较 19 年同期下滑 16%；平均票价提升至 40.4 元（19H1 为 36 元）。由于进口电影供给不足，1H21 国产片票房占比较往年提升明显。1H21，公司参与投资、发行或协助推广并计入本期票房的影片总票房约为 16.97 亿元，其中：21 年上映的《人潮汹涌》《明天会好的》《你的婚礼》《阳光姐妹淘》等影片，总票房约为 16.75 亿元。根据猫眼专业版数据，五一档上线的《你的婚礼》累计票房 7.9 亿，是公司二季度利润的主要来源。**2) 储备项目丰富，21 全年业绩有望加速复苏。**公司 IP 项目丰富，逐步迎来收获期，21 年下半年有望上映电影包括真人电影《坚如磐石》（张艺谋导演，已完成制作）和《误杀 2》（陈思诚监制）等；大 IP 原创动画电影《深海》和《墨多多谜境冒险》等优质动漫 IP 续作，有望为公司营收贡献较大弹性。

猫眼娱乐：1H21 收入利润位于前期指引区间中值，静待业务复苏。1H21 全国电影总票房已达到 276 亿元人民币，接近 2019 年同期的九成；但暑期档由于疫情等因素表现不佳，国庆档电影定档尚不足，预计下半年电影票房仍有一定压力。猫眼电影收入端与整体电影市场规模正相关，成本费用端票补仍有压缩空间，长期期待盈利能力提升。此外，公司储备的参与出品和发行的项目较多，期待项目上线后业绩贡献。

7. 其他：中公教育、视源股份、国联股份、泡泡玛特

中公教育：公考培训需求待复苏，上半年竞争影响利润率

- **疫情对公职类考试招录节奏影响延续。**1) 教育部在《教育部关于做好 2021 年届全国普通高校毕业生就业创业的通知》中，对 2021 年的公职考试招录政策、学历提升等做出了明确指示，提到“力争在 2021 年 6 月底以前完成全部政策性招录工作”。为配合通知导向，导致多省联考提前。以往年份，省考联考时间基本为 4 月，2020 年延后至 8 月，2021 年提前至 3 月。2) 2021 年 4 月 25 日，教育部发布《人力资源社会保障部办公厅教育部办公厅关于做好 2021 年中小学幼儿园教师公开招聘工作的通知》要求各地要尽快启动教师公开招聘工作，通过多种途径广泛推介招聘信息，优化做好公开招聘报名、考试、考察、体检等工作，倒排时间工期，确保在 8 月 15 日前完成教师招聘任务。受疫情影响，暂未取得教师资格证书的人员，可持在有效期内的中小学教师资格考试合格证明或笔试合格成绩报名应聘。2021 年下半年，已发布公告的有黑龙江、河南两个省份：黑龙江预计招录 4642 人；河南全年预计招录 9000 人，其中上半年已完成招录 7901 人，下半年的招录为公安招警考试。
- **中公教育上半年受竞争格局、招录节奏等多重影响亏损，下半年或仍需耐心等待招录节奏恢复。**（1）1H21，1Q 公司受教育高景气融资，竞争恶化影响大力推广高退班型，导致退费增加但成本上升，利润率下滑（单 2Q21 毛利率 33.66%，同比-7.3pct），公司出现经营亏损。4 月起，教育行业融资热情下降，教育行业

监管趋严，广告逐步规范，融资驱动和线上公考培训公司受一定影响，中公逐步调整产品策略+依靠渠道优势，预计下半年产品结构改善，但仍需观察销售端实际推销情况。(2)此外，受招录节奏影响，上半年公司课时减少而降低收费导致结构性亏损，下半年仍需耐心等待招录景气恢复。分序列看，公务员、教招等景气下半年或逐步恢复，基本面拐点仍需耐心等待。公务员同比19年增长12.31%，事业单位同比增长148%，教师序列同比增长53%，综合序列同比增长40%。公司预计半年公务员招录景气可能恢复，教招在K12政策影响下学校有扩招预期可能逐步恢复至19年水平甚至好于19年。

视源股份：1H21 核心业务收入成长稳健，下半年利润有望重回正增长。公司1H21实现营收79.63亿元，同比增长27.5%；实现归母净利润4.3亿元，同比下滑20.5%。其中，2Q21实现营收43.92亿元，同比增长21.0%；实现归母净利润2.29亿元，同比下滑39.7%。**整机业务收入高增，国内份额保持领先。**1)1H21教育交互智能平板实现营收(含海外)32.65亿元，同比增长47.44%，在国内市场销量份额44.7%(20全年份额48.2%)，整体表现亮眼。希沃大屏产品在国内的涨价传导较顺畅，毛利率基本持平。若把录播、学生终端等其它教育周边衍生综合考虑，教育业务整体的收入增速预计在50%+，超过市场预期，增长一方面来自于高职教等增量市场开拓；另一方面来自于希沃品牌力的提升，交互大屏之外的周边衍生品加速渗透。2)1H21公司在IFPD会议市场(含海外)实现营收6.16亿元，同比增长41.38%，在国内销量份额27.2%(20年份额25.5%)。由于新品牌(华为 海康 H3C等)加入，1H21国内会议市场行业销量同比增长81%。Maxhub保持市占率领先一方面得益于加大线上和线下相结合的销售推广，另一方面归功于医疗、金融和零售等新场景的加速突破。**资产减值损失加大及海外业务毛利率大幅降低拖累利润表现。**2Q21计提资产减值损失1.93亿元(2Q20计提0.48亿元)，主要系缺芯少屏背景下公司21年加大备货规模，1H21存货38.57亿元(1H20存货18.52亿元)，预计在Q3销售旺季的需求拉动下，存货有望转化为收入，下半年再发生大额存货减值的风险较小。1H21公司整体毛利率为24.46%，同比下滑2.81pct，主要系海外业务毛利率大幅降低所致。1H21海外收入18.76亿元，同比增长56.64%；毛利率为22.24%，同比减少13.98pct。主要系海外交互大屏OEM和ODM竞争加剧，涨价传导滞后所致，下半年随着涨价的传导叠加成本端面板的降价，预计海外业务毛利率将有所回升。

国联股份：1H21 业绩增速亮眼，数字化服务加速落地。1)公司发布2021年半年度报告，1H21实现营收140.34亿元，同比增长141.65%；归母净利润2.16亿元，同比增长90.06%。其中，2Q21公司实现营收79.58亿元，同比增长132.26%；归母净利润1.38亿元，同比增长89.22%。**2) 网上商品交易收入增长驱动公司业绩高增。**公司旗下各多多电商继续大力实施积极高效的上下游策略，多多电商在交易量、营业收入、利润等方面都取得了快速发展，从而实现了净利润的增长。公司中期战略是持续提升现有6个多多平台的交易规模和行业影响力，并择机孵化新的多多平台。**3) 毛利率企稳，经营现金流表现优秀，在手订单充足导致合同负债高增。**2Q21公司毛利率为3.36%，同比下降1.18pct，但环比提升0.04pct，全年有望企稳。费用率方面，2Q21销售费用率0.43%，同比减少0.41pct；管理费用率0.26%，同比减少0.08pct。净利率方面，2Q21公司归母净利率为1.74%，

相较 1Q21 提升 0.45pct，主要归功于控费得当。现金流方面，公司 1H21 经营现金流净额为 5.33 亿元，净现比远超 1。截至 21 年 6 月底，公司合同负债为 8.04 亿元，同比增长 50.62%，环比相较 1Q21 末增长 10.74%，主要系多多平台在手订单充足，预收货款获得较快增长所致。**4) 加速数字化服务布局，旨在提升 B 端客户黏性。**公司目标 21 年完成 20 家云工厂建设，目前已有 15 家落地，主要目标是为下游企业降本增效以及锁定下游需求和产能。此外，涂多多与中丝锦港战略合作 5G 智慧库区，并交割乙醇 CA 系统，智慧仓储和智慧物流等供应链服务能力也在有序推进。**5) 行业前景广阔，长期布局产业互联网。**多多平台当前渗透率较低，中期目标渗透率 10%。涂多多的扩品类突破以及六大多多平台的横向衍生已经证明公司在纵向深耕产业链和横向复制多垂直平台的能力。公司中长期的计划是进军产业互联网，交易是 B 端企业合作的最核心环节，公司以此为切入，进而协助下游企业进行数字化升级，构建数据汇集通道，汇集海量的产业数据后向产业互联网进军。

泡泡玛特(09992:HK)：21 上半年业绩超预期，拓品类成效初显

开店保持正常节奏，单店收入弹性有望打破原有渠道扩张模型。上半年零售店净增 28 家至 215 家，与之前市场所认知的渠道扩张将摊薄覆盖人群导致单店收入下滑的逻辑有较大变化的是，上半年单店收入仍在扩张，1H21 零售单店收入同比增长 36%，且相比 19 年同期增长 17%。新系列、新品类的需求弹性比预期想象更强：4 月上线的 Skullpanda 二代熊喵热潮量价齐升，Q2 贡献营收 9280 万元，折合月销量近 60 万套；而非盲盒类实物产品如小甜豆动物宝宝数据线、Mega 珍藏系列大娃等新品类亦成为爆款。我们认为在新系列/新品类/新 IP 的推动下，公司有望打破原有市场对于单店模型的认知，呈现超预期的增长弹性。线上保持高增长，7-8 月天猫旗舰店盲盒类占比开始下降。下半年以来，凭借大娃及周边衍生品销售扩张，我们看到比较明显的变化是天猫旗舰店 2021 年上半年，盲盒类销售占比在 93-94%，而到 8 月盲盒类占比降至 85%。公司逐步摆脱盲盒标签，通过品类拓展凸显潮玩属性。上半年会员增长提速，1H21 净增 401.5 万至 1141.5 万，会员复购率 49%。

8. 风险提示

行业政策监管进一步趋严风险：传媒行业监管政策仍存在一定不确定性，若监管环境进一步趋严，将对行业的供给产生不利影响。

产品表现不及预期风险：内容消费类产品是非标准化的产品，是否能获得用户青睐具有一定的不确定性，如果内容产品表现不及预期将对行业景气度产生不利影响。

宏观经济进一步下行风险：广告行业周期性较强，若宏观经济进一步下行，对广告行业景气度有不利影响。

表 9：重点公司估值表

证券代码	证券简称	投资评级	2021-09-03		PB	申万预测 EPS				PE		
			收盘价(元)	总市值 (亿元)	2020A	2020A	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
002027	分众传媒	买入	7.20	1,057	6.2	0.27	0.43	0.52	0.60	17	14	12
002555	三七互娱	买入	19.86	440	7.0	1.31	1.21	1.69	1.92	16	12	10
002624	完美世界	买入	15.20	295	2.7	0.80	0.83	1.45	1.58	18	11	10
002739	万达电影	增持	14.64	327	3.2	-2.99	0.68	0.84	1.02	22	17	14
002841	视源股份	买入	81.85	546	7.6	2.85	3.18	4.70	5.83	26	17	14
300251	光线传媒	增持	9.91	291	3.2	0.10	0.30	0.38	0.46	33	26	22
300413	芒果超媒	买入	44.60	834	7.5	1.11	1.48	1.78	2.14	30	25	21
300770	新媒股份	买入	48.85	113	4.3	2.49	3.00	3.39	3.79	16	14	13
603444	吉比特	买入	391.45	281	7.4	14.56	23.71	27.16	30.88	17	14	13
603613	国联股份	买入	102.98	354	6.5	1.28	1.56	2.59	4.38	66	40	24

资料来源：Wind 资讯、申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东 A 组	陈陶	021-23297221	chentao1@swsresearch.com
华东 B 组	谢文霓	18930809211	xiewenni@swsresearch.com
华北组	李丹	010-66500631	lidan4@swsresearch.com
华南组	陈左茜	0755-23832751	chenzuoxi@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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