

20Q4 及 21Q1 业绩综述

2021 年 05 月 06 日

营销及视频龙头业绩超预期，游戏底部期待新产品周期 增持（维持）

证券分析师 张良卫

执业证号：S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 周良玖

执业证号：S0600517110002

021-60199793

zhoulj@dwzq.com.cn

研究助理 张飞鹏

15221062309

zhangfp@dwzq.com.cn

研究助理 李赛

lis@dwzq.com.cn

投资要点

- **21Q1 行业收入相比 19Q1 增长 9%，行业已基本完成恢复。**20Q4/21Q1 传媒行业合计实现收入 1,605/1,247 亿元，同比增速分别为 5%/22%，板块整体已恢复至疫情前水平。分行业来看，前期受疫情影响较大的影视、出版报刊、营销板块增速有明显改善，仅游戏板块收入同比略有下滑。
- **游戏：新品储备阶段增速稍有承压，后续增长有望修复。**A 股游戏公司 20Q4/21Q1 收入 150/172 亿元，同比增速为 -11%/-6%，20Q4 受到商誉减值、坏账计提等因素影响出现亏损，21Q1 归母净利润同比下滑 28%，主要受产品推迟及销售费用率同比提升影响，但随着新品陆续定档及上线，环比增速有望改善，推荐具备领先研发实力，有望产出破圈精品优质研发商：腾讯控股、三七互娱、吉比特、完美世界、IGG、掌趣科技、宝通科技、友谊时光等；推荐拥有优质渠道&社区资产的心动公司。
- **营销：顺周期快速修复，龙头业绩超预期。**营销行业 20Q4/21Q1 实现收入 496.3/426.7 亿元，同比增长 10%/20%，行业毛利率疫情后逐步修复，20Q4/21Q1 分别为 15.4%/14.3%，同比提升 0.3/3.4pct。龙头企业体现了更高风险抵抗及运营能力，分众传媒大超市场预期，新消费、金融、游戏等广告主加大投放，广告主盈利情况改善提升楼宇媒体等品牌广告投放需求，后续坚定看好。蓝色光标现金流状况明显改善，出海业务优势明显，业绩稳步增长且估值处于底部区间，维持“买入”评级。
- **视频：芒果超媒业绩超预期。**由于新爆款内容上线，公司会员及广告均取得大幅增长，并且趋势延续至 21Q1，看好公司今年丰富内容储备下的高增长延续和市占率的持续提升，维持“买入”评级。
- **疫情受限行业反弹贡献显著增量。**1) 20Q4/21Q1 影视行业实现收入 137.0/122.4 亿元，同比增速为 -13%/134%，低基数下行业实现同比恢复性高增长，但仍未完全恢复至 19Q1 水平，行业持续改善中。不同企业业绩差异明显，具有资金储备、制作能力、行业地位突出的龙头企业表现更优，推荐万达电影，建议关注光线传媒、华策影视等。2) 出版恢复至疫情前水平，20Q4/21Q1 出版报刊行业实现收入 392.6/243.5 亿元，增速分别为 9%/26%，20Q1 后连续四个季度增速提升，21Q1 行业收入绝对值略超 19Q1 水平，头部上市企业市占率提升，推荐中信出版、新经典等。3) 广电行业疫情后得到一定恢复，但受互联网媒体及 IPTV、OTT 等大屏新媒体的冲击依然明显，当前行业仍处于转型及整合阶段。
- **其他推荐：**中公教育、视源股份、星期六、紫天科技、同花顺等。
- **风险提示：**政策监管风险，行业竞争超预期，产品适销风险等。

行业走势



相关研究

- 1、《传媒互联网行业 2021 年投资策略：看好行业底部改善机会，把握短视频、游戏、电商、SaaS、潮玩等成长赛道》
2020-12-29
- 2、《短视频行业深度研究系列（3）：快手商业化的成长脉络》
2020-12-03
- 3、《传媒行业 2020Q3 期末公募持仓分析：整体配置比例环比下降，分众传媒 Q3 获大幅加仓，游戏持仓环比有所下滑》
2020-11-03



内容目录

1. 整体：21Q1 收入同比 19Q1 增长 9%，行业已基本完成恢复.....	5
2. 游戏：新品储备阶段增速稍有承压，后续增长有望修复.....	6
3. 营销：顺周期快速修复，龙头业绩超预期.....	12
4. 出版报刊：教材教辅保持稳健，一般图书头部企业市占率提升.....	14
5. 影视：电影顺利复苏，影视剧温和改善.....	18
6. 广电：虽有复苏但压力仍存，继续期待转型升级.....	21
7. 互联网信息服务：芒果超媒 Q1 业绩亮眼.....	22
8. 风险提示.....	25
附：板块分类.....	26



图表目录

图 1: 行业整体收入及同比增速 (单位: 亿元)	5
图 2: 行业内细分板块收入 (单位: 亿元)	5
图 3: 2017Q1 至今传媒行业子板块季度收入同比增速	5
图 4: 传媒板块合计归属净利	6
图 5: 传媒板块归母净利润情况 (单位: 亿元)	6
图 6: 中国游戏市场实际销售收入 (单位: 亿元)	6
图 7: 2021Q1 中国游戏市场不同类型游戏收入占比	6
图 8: 中国移动游戏市场实际销售收入 (单位: 亿元)	7
图 9: 中国客户端游戏市场实际销售收入 (单位: 亿元)	7
图 10: 游戏行业季度收入及同比增速	7
图 11: 行业内主要上市公司季度收入 (单位: 亿元)	7
图 12: 2017Q1 至今游戏行业毛利额及同比增速	8
图 13: 游戏行业毛利率 (左轴) 及同比增减 (右轴)	8
图 14: 游戏行业销售费用 (左轴) 及同比增速	8
图 15: 游戏行业销售费用率 (左轴) 及同比增减 (右轴)	8
图 16: 游戏行业归母净利润 (左轴) 及同比增速	9
图 17: 游戏行业净利率 (左轴) 及同比增减 (右轴)	9
图 18: 三七互娱收入及同比增速 (单位: 亿元)	9
图 19: 三七互娱归母净利及同比增速 (单位: 亿元)	9
图 20: 完美世界收入 (左轴) 及同比增速 (单位: 亿元)	10
图 21: 17Q1 至今完美世界归母净利润 (单位: 亿元)	10
图 22: 吉比特收入 (左轴) 及同比增速 (单位: 亿元)	11
图 23: 吉比特归母净利润 (单位: 亿元)	11
图 24: 2017Q1 至今营销行业季度收入及同比增速	12
图 25: 2017Q1 至今营销行业归母净利润及增速	12
图 26: 营销行业净利率 (左轴) 及同比增减 (右轴)	12
图 27: 2017Q1 至今营销行业毛利及同比增长	13
图 28: 营销行业毛利率 (左轴) 及同比增减 (右轴)	13
图 29: 蓝色光标收入 (左轴) 及同比增速 (单位: 亿元)	13
图 30: 蓝色光标归母净利 (左轴) 及增速 (单位: 亿元)	13
图 31: 分众传媒收入 (左轴) 及增速 (单位: 亿元)	14
图 32: 分众传媒归母净利 (单位: 亿元)	14
图 33: 大众图书零售增速	15
图 34: 大众图书线上线下零售渠道增速	15
图 35: 2017Q1 至今出版行业季度收入及同比增速	15
图 36: 2017Q1 至今出版行业毛利	16
图 37: 出版行业毛利率 (左轴) 及同比增减 (右轴)	16
图 38: 17Q1 至今出版行业归母净利润	16
图 39: 出版行业净利率 (左轴) 及同比增减 (右轴)	16
图 40: 17Q1 至今出版行业销售费用	16
图 41: 出版行业销售费用率 (左轴) 及同比增减 (右轴)	16



图 42: 出版行业管理费用 (左轴) 及同比增速	17
图 43: 出版行业管理费用率 (左轴) 及同比增减	17
图 44: 新经典季度收入(左轴, 亿元)及同比增速	17
图 45: 新经典季度归母净利润(左轴, 亿元)及同比增速	17
图 46: 中信出版季度收入(左轴)及增速 (单位: 亿元)	18
图 47: 中信出版归母净利(左轴)及增速 (单位: 亿元)	18
图 48: 2017Q1 至今影视行业季度收入及同比增速	19
图 49: 2020Q1 至今含服务费电影票房收入 (单位: 亿元)	19
图 50: 19Q1 至今影视剧制作公司收入 (单位: 亿元)	20
图 51: 19Q1 至今电影院线上市公司收入 (单位: 亿元)	20
图 52: 2017Q1 至今影视行业毛利及同比增速	20
图 53: 影视行业毛利率 (左轴) 及同比增减 (右轴)	20
图 54: 2017Q1 至今影视行业归母净利润及同比增速	21
图 55: 影视行业净利率 (左轴) 及同比增减 (右轴)	21
图 56: 广电行业季度收入 (左轴) 及同比增速	21
图 57: 广电行业毛利额 (左轴) 及同比增速	22
图 58: 广电行业毛利率 (左轴) 及同比增减 (右轴)	22
图 59: 广电行业归母净利润(左轴)及同比增速	22
图 60: 广电行业净利率 (左轴) 及同比增减 (右轴)	22
图 61: 互联网信息服务行业季度收入 (左轴) 及同比增速 (单位: 亿元)	23
图 62: 芒果超媒收入 (左轴) 及同比增速 (单位: 亿元)	24
图 63: 芒果超媒归母净利 (左轴) 及增速 (单位: 亿元)	24
图 64: 新媒股份收入 (左轴) 及同比增速 (单位: 亿元)	24
图 65: 新媒股份归母净利润 (左轴) 及同比增速 (亿元)	24
图 66: 掌阅科技收入 (左轴) 及同比增速 (单位: 亿元)	25
图 67: 掌阅科技归母净利 (左轴) 及增速 (单位: 亿元)	25



1. 整体：21Q1 收入相比 19Q1 增长 9%，行业已基本完成恢复

20Q4/21Q1 传媒行业合计实现收入 1,605/1,247 亿元，同比增速分别为 5%/22%，板块整体延续了疫情后恢复的趋势。21Q1 行业收入同比 19Q1 增长 9%，板块已整体恢复至疫情前水平。

图 1：行业整体收入及同比增速（单位：亿元）

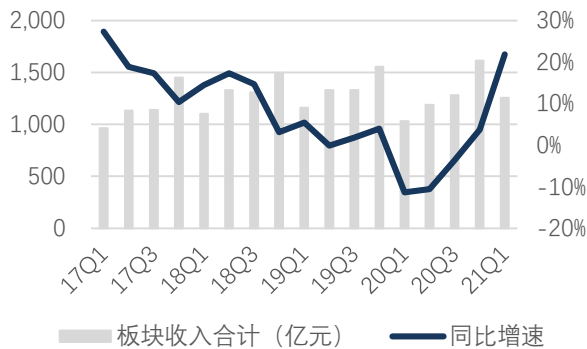
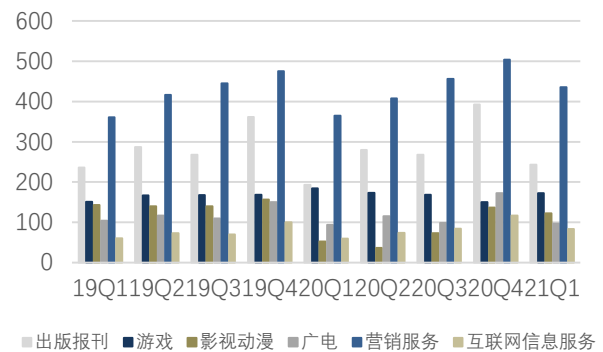


图 2：行业内细分板块收入（单位：亿元）

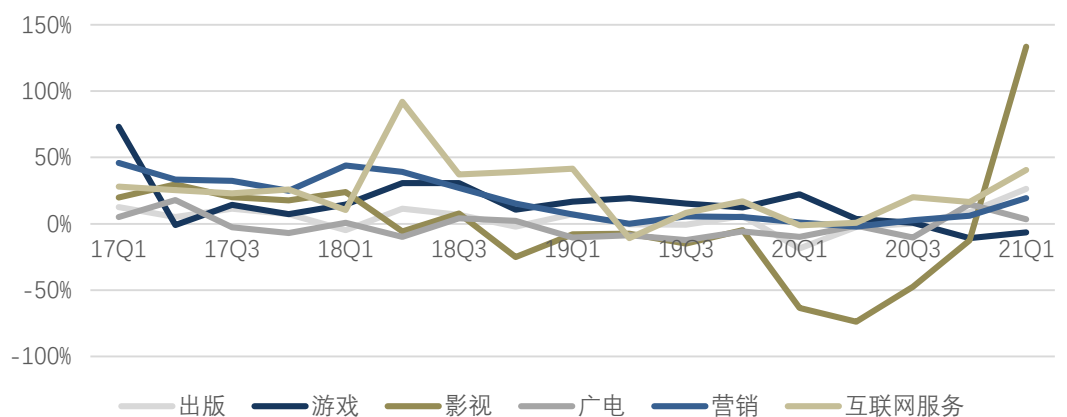


数据来源：wind，东吴证券研究所，备注：具体子行业分类见文末备注

数据来源：wind，东吴证券研究所

分行业来看，前期受疫情影响较大的影视、出版报刊、营销板块增速有明显改善，21Q1 仅游戏板块由于 20Q1 疫情高基数原因，收入同比略有下滑。

图 3：2017Q1 至今传媒行业子版块季度收入同比增速

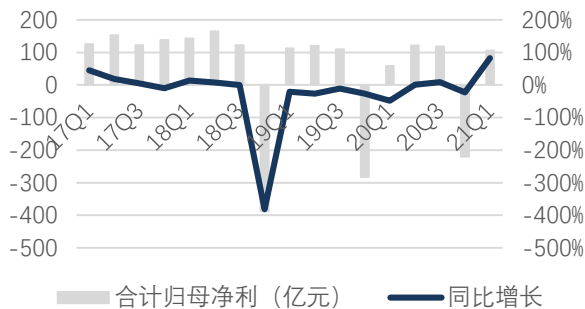


数据来源：wind，东吴证券研究所

利润方面，传媒行业 20Q4/21Q1 合计实现归母净利润-221/105 亿元，21Q1 同比大幅增长 83%，20Q4 大幅亏损主要是由于疫情因素导致出现商誉减值，主要出现在影视及营销板块。

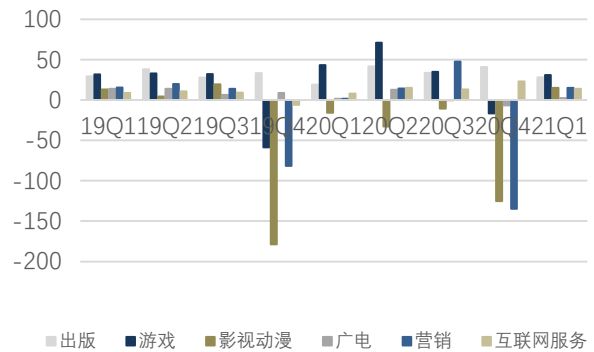


图 4: 传媒板块合计归属净利



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 5: 传媒板块归母净利润情况 (单位: 亿元)

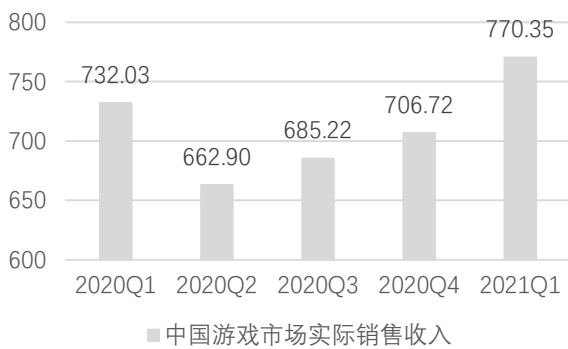


数据来源: wind, 东吴证券研究所

2. 游戏: 新品储备阶段增速稍有承压, 后续增长有望修复

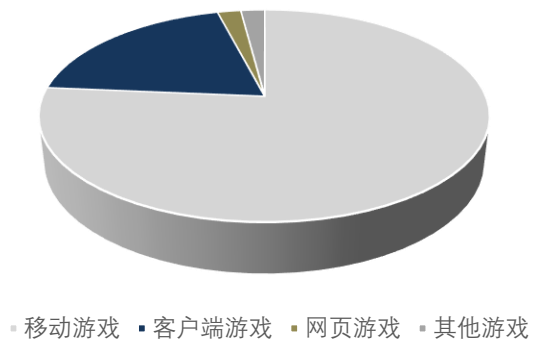
行业层面, 21Q1 中国游戏市场实际销售收入 770.35 亿元, 环比增长 9%, 同比增长 5.32%。虽然有 20Q1 高基数原因, 但 21Q1 游戏厂商积极举办元旦、春节相关活动, 密集发布新产品, 游戏供给丰富, 市场活跃, 显示了行业依然维持着较高成长景气度。

图 6: 中国游戏市场实际销售收入 (单位: 亿元)



数据来源: 伽马数据, 东吴证券研究所

图 7: 2021Q1 中国游戏市场不同类型游戏收入占比

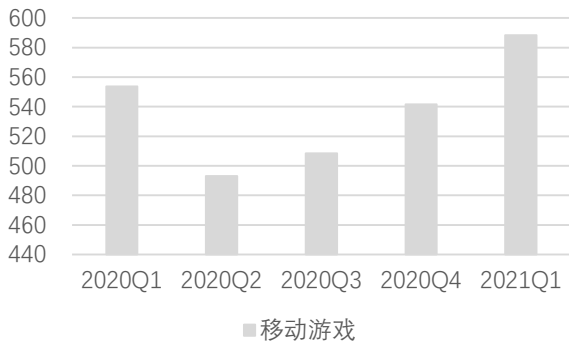


数据来源: 伽马数据, 东吴证券研究所

21Q1 移动游戏的收入在整体收入中占 76.37%, 保持较高占比, 移动游戏实际销售收入与上季度环比增长 8.64%, 达到 588.3 亿元, 网页游戏的占比持续下降, 仅占 1.99%。

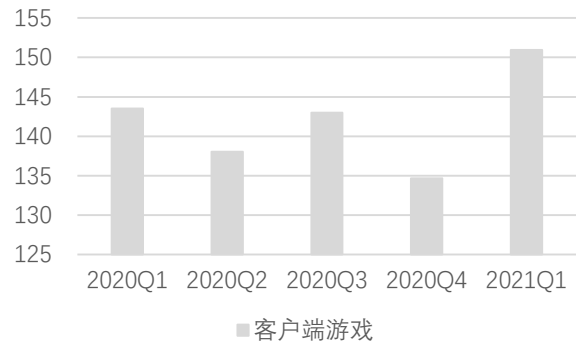


图 8: 中国移动游戏市场实际销售收入 (单位: 亿元)



数据来源: 伽马数据, 东吴证券研究所

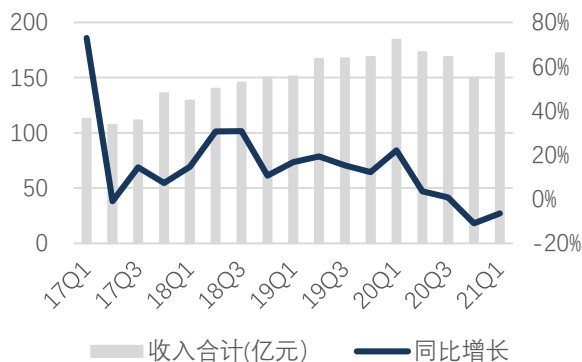
图 9: 中国客户端游戏市场实际销售收入 (单位: 亿元)



数据来源: 伽马数据, 东吴证券研究所

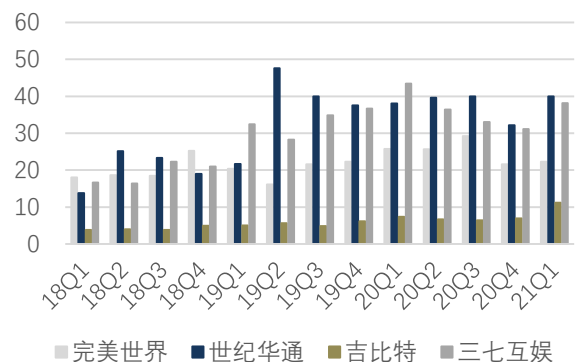
上市公司层面, A 股游戏上市公司 20Q4/21Q1 合计收入 150/172 亿元, 同比增速分别为-11%/-6%, 主要系上市公司部分新产品略有延期影响, 例如《荣耀大天使》、《梦幻新诛仙》等, 但随着新品陆续定档及上线, 环比增速出现改善迹象, 我们预计后续增速有望逐渐改善。

图 10: 游戏行业季度收入及同比增速



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 11: 行业内主要上市公司季度收入 (单位: 亿元)

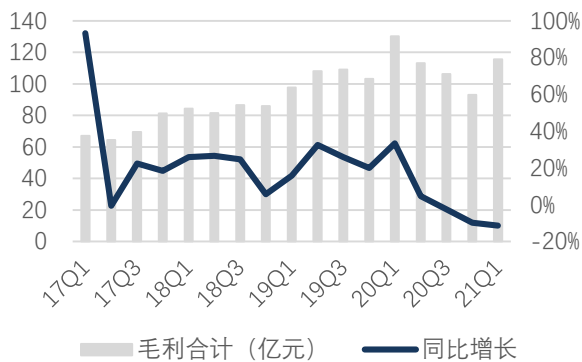


数据来源: wind, 东吴证券研究所

20Q4/21Q1, A 股游戏公司整体毛利率为 62.0%/67.1%, 同比分别变动 0.8pct/-3.6pct, 毛利率波动与代理产品增加有关。

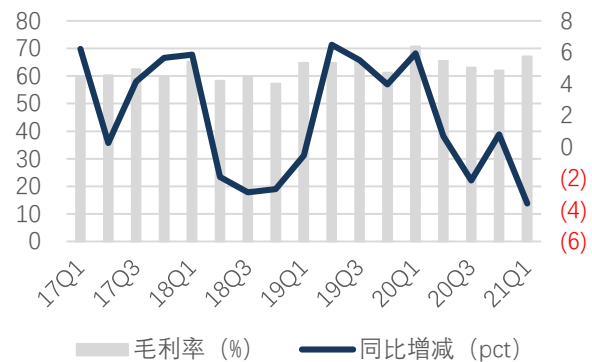


图 12: 2017Q1 至今游戏行业毛利额及同比增速



数据来源: wind, 东吴证券研究所

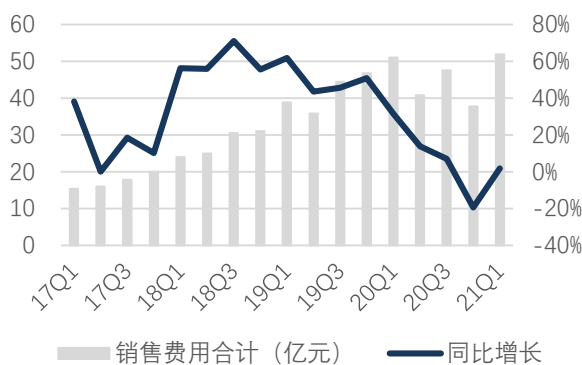
图 13: 游戏行业毛利率 (左轴) 及同比增减 (右轴)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

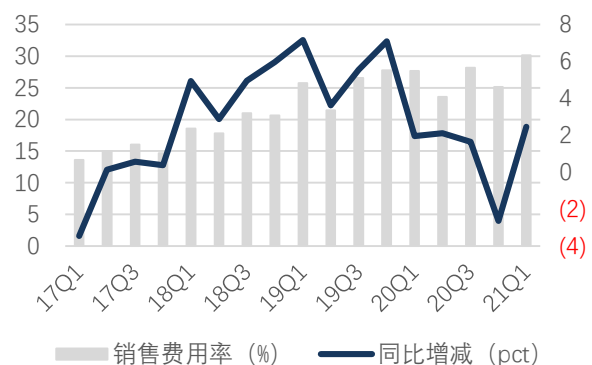
20Q4/21Q1 行业合计销售费用 37.7/51.9 亿元, 销售费用率分别为 25.1%/30.1%, 21Q1 销售费用率同比、环比均有所提升, 系部分新品上线造成的影响。

图 14: 游戏行业销售费用 (左轴) 及同比增速



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 15: 游戏行业销售费用率 (左轴) 及同比增减 (右轴)

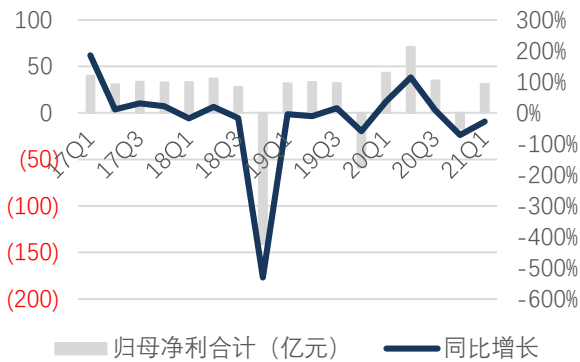


数据来源: wind, 东吴证券研究所

20Q4/21Q1 行业归母净利分别为 -16.7/31.1 亿元, 21Q1 归母净利润同比下滑 28%, 20Q4 受到商誉减值、坏账计提等一次性因素影响, 行业出现亏损。

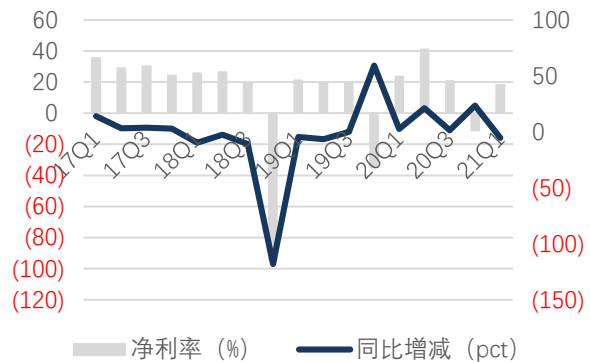


图 16: 游戏行业归母净利润 (左轴) 及同比增速



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 17: 游戏行业净利率 (左轴) 及同比增减 (右轴)



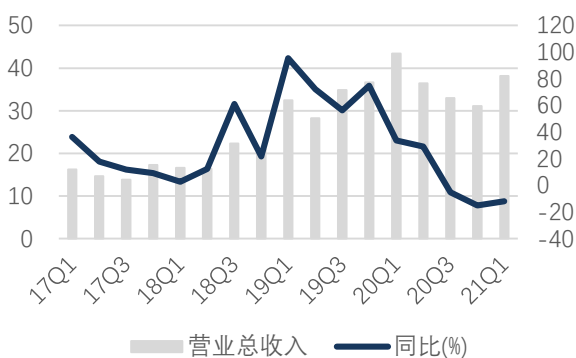
数据来源: wind, 东吴证券研究所

主要上市公司具体分析如下:

三七互娱: 短期遭遇转型阵痛, 长期看好业务边界扩张。20 年移动游戏业务实现营收 132.96 亿元 (yoy+10.9%), 在疫情催化以及公司稳健运营下, 收入保持持续增长。21Q1 公司实现营收 38.18 亿元 (yoy-12.09%, qoq+22.75%), 毛利率 86.4% (yoy-4.44pct), 主要系代理产品增加, 研发费用 3.25 亿元 (yoy+24.04%), 主要系公司持续扩大研发团队, 提高研发人员薪酬与福利; 管理费用率 2.7% (yoy+1.27pct), 主要系管理人员增加以及办公大楼折旧摊销提升; 销售费用率 73.35% (yoy+8.91pct), 主要系《荣耀大天使》,《斗罗大陆: 武魂觉醒》,《绝世仙王》等新游以及海外发行的《Puzzles & Survival》处于推广初期, 需要大规模的流量投放; 毛利下降及三费提升致公司归母净利润下滑至 1.17 亿元 (yoy-83.98%)。

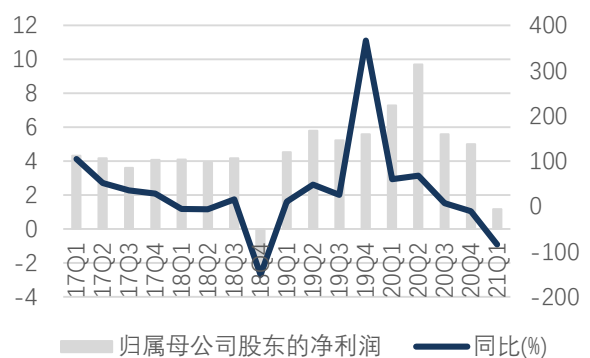
公司 21Q1 上线新品表现良好,《荣耀大天使》最高达畅销榜第 9 名,《斗罗大陆: 武魂觉醒》最高达畅销榜第 5 名, 目前维持在 TOP10, 此外海外产品流水持续上升且 SLG 产品具有长生命周期特性, 我们预计 21Q1 营销投入有望在 Q2-Q4 逐步回收。

图 18: 三七互娱收入及同比增速 (单位: 亿元)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 19: 三七互娱归母净利润及同比增速 (单位: 亿元)



数据来源: wind, 东吴证券研究所



完美世界业绩符合市场预期，持续看好公司精品化、多元化、年轻化的战略实践。20 年游戏业务实现营收 92.6 亿元 (yoy+35%)，营收占比 90.58% (yoy+5.24pct)，毛利率 65.24% (yoy-2.93pct)。其中移动网络游戏收入 60.94 亿元 (yoy+57.05%)，主要系 2020 年 7 月公测的《新神魔大陆》手游增量显著，以及疫情带动《新笑傲江湖》等手游稳定表现；PC 及主机游戏收入 30.73 亿元 (yoy+6.82%)，PC 游戏长线运营稳定，《DOTA2》，《CSGO》借助优质内容和高效运营带动电竞业务进一步增长。20 年影视业务收入 9.63 亿元 (yoy-18.3%)，营收占比 9.42% (yoy-5.24pct)，毛利率 12.97% (yoy-5.76pct)，主要受市场大环境影响同比有所下降。21Q1 营业收入 22.3 亿元 (yoy-13.34%)，归母净利润 4.64 亿元 (yoy-24.43%)，主要系去年高基数及产品周期影响。

图 20: 完美世界收入 (左轴) 及同比增速 (单位: 亿元)

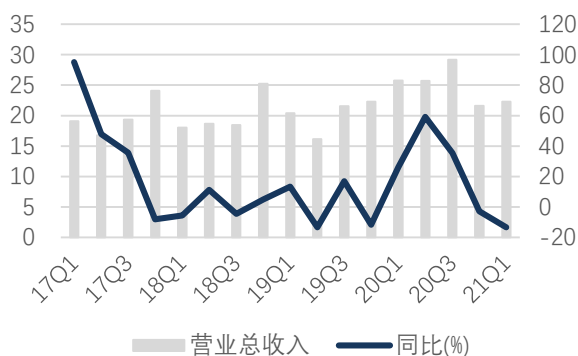
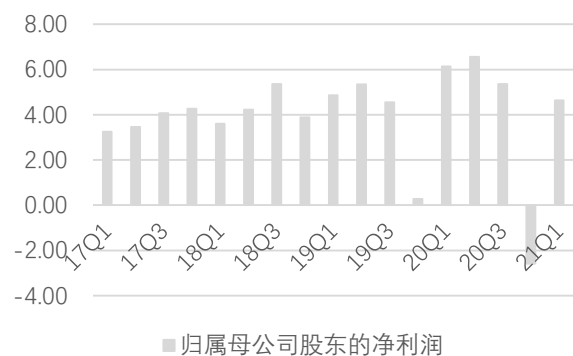


图 21: 17Q1 至今完美世界归母净利润 (单位: 亿元)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

数据来源: wind, 东吴证券研究所

吉比特业绩超预期，看好公司在创新品类新游方面的表现。20Q4/21Q1 公司营收增速分别为 12.59%/51.09%，2020 年受益于疫情，《问道手游》收入稳健增长，上线《魔渊之刃》等新游。21Q1 主要受益于新游《一念逍遥》、《鬼谷八荒》表现出色，老游《问道》长线表现稳定。公司 21Q1 毛利率 83.2%(yoy-8.14pct)，同比下降主要系代理游戏分成成本增加。21Q1 销售费用率 23.58%(yoy+16.58pct)，主要系《一念逍遥》上线首月营销投入较多，但凭借差异化的修仙题材与水墨画风格取得了较高的买量转化率，首月后广告投入已显著下降，我们预计该产品利润率将逐渐走高。



图 22: 吉比特收入 (左轴) 及同比增速 (单位: 亿元)

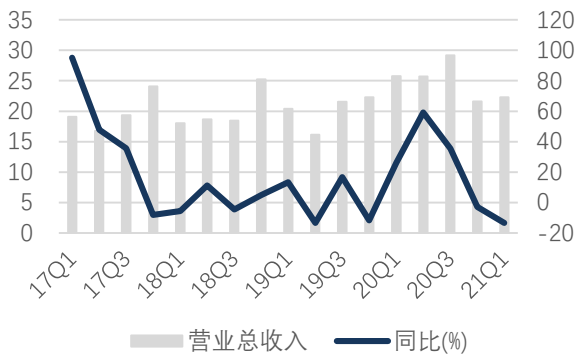


图 23: 吉比特归母净利润 (单位: 亿元)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

数据来源: wind, 东吴证券研究所

当前游戏行业面临买量成本提升的大趋势,同时 CP 方对渠道的议价能力也在走强,我们认为核心要关注各游戏公司研发实力提升,游戏行业将走向产品精品化与运营精细化。从厂商策略看,各家厂商都在执行精品化与年轻化策略,追求用户与品类的破圈,得到产品验证的公司有望率先实现估值提升。

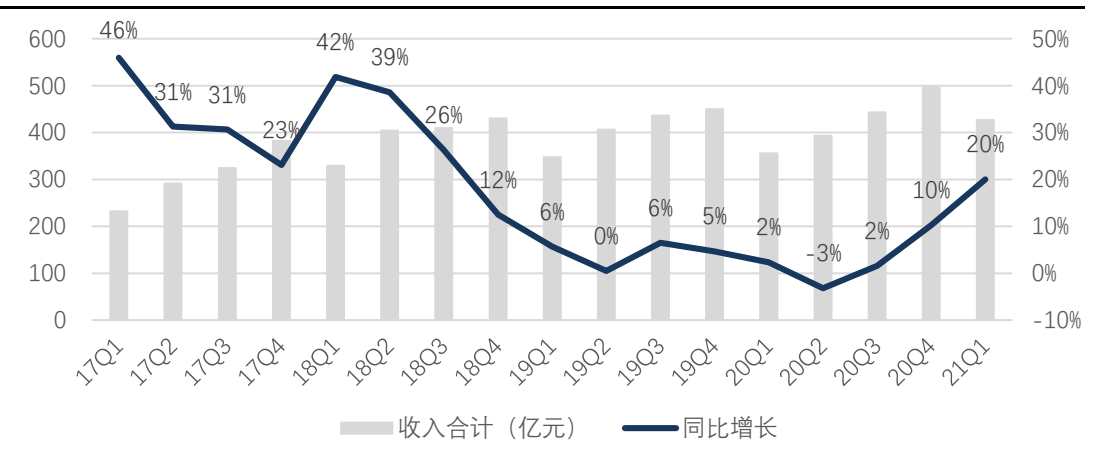
我们推荐具备领先研发实力,有望产出破圈精品的优质研发商:腾讯控股、三七互娱(持续加码研发,海外市场及创新品类突破,关注研发升级代表作 3D 卡牌游戏《斗罗大陆:魂师觉醒》,有望 6 月上线)、吉比特(《一念逍遥》验证公司在蓝海放置品类的研运实力,带动 Q1 业绩超预期,放置及 Roguelike 品类形成领先优势,后续休闲模拟经营游戏《摩尔庄园》有望成为公司破圈之作,目前全平台预约突破 820 万,有望 6 月上线)、完美世界(陆续进入产品释放期,年轻化创新品类储备丰富,全球向 ARPG《战神遗迹》5 月 20 日公测,回合制《梦幻新诛仙》有望 6 月底公测,另外关注泛二次元开放世界 MMO《幻塔》,全网预约量超 400 万)、IGG、掌趣科技、友谊时光;推荐拥有优质渠道&社区资产的心动公司。



3. 营销：顺周期快速修复，龙头业绩超预期

营销全行业在 20Q4/21Q1 实现收入 496.3/426.7 亿元，同比增长 10%/20%。同时 21Q1 行业收入相比 19Q1 增长 23%。

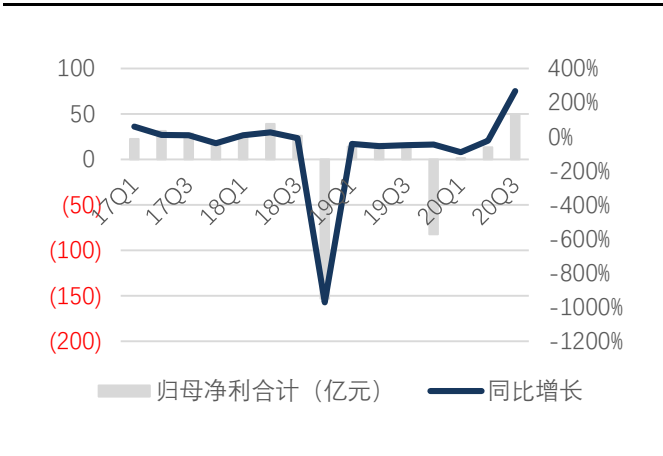
图 24：2017Q1 至今营销行业季度收入及同比增速



数据来源：wind，东吴证券研究所

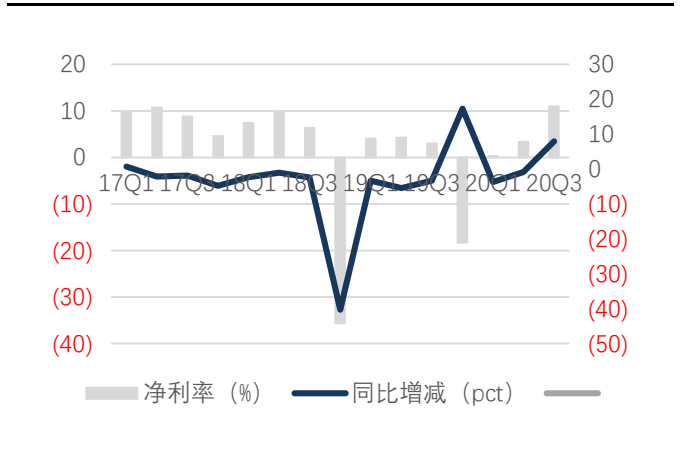
营销全行业在 20Q4/21Q1 实现归母净利润-54.9/17.2 亿元，20Q4 的亏损主要是由于部分企业的商誉减值等造成。

图 25：2017Q1 至今营销行业归母净利润及增速



数据来源：wind，东吴证券研究所

图 26：营销行业净利率（左轴）及同比增减（右轴）

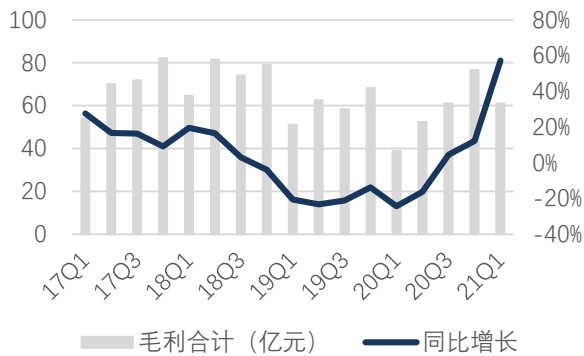


数据来源：wind，东吴证券研究所

毛利指标对营销行业是更有效的指标，其修复趋势相比收入更为明显，行业毛利率从 17Q3 开始下滑，19Q4 略有反弹，20Q1 受疫情影响进一步下滑至 10.9%，疫情后逐步修复，20Q4/21Q1 营销行业毛利率分别为 15.4%/14.3%，分别同比提升 0.3/3.4pct。

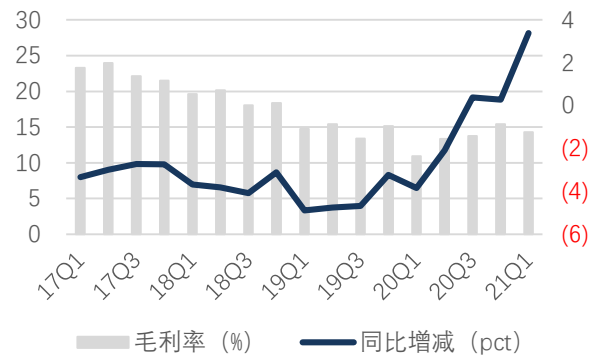


图 27: 2017Q1 至今营销行业毛利及同比增长



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 28: 营销行业毛利率 (左轴) 及同比增减 (右轴)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

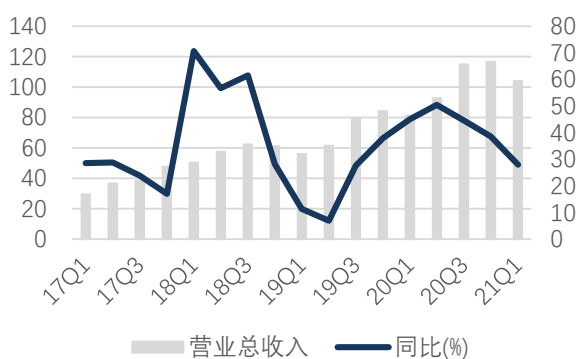
从上市公司微观层面观察, 行业增速主要受到龙头企业的增速影响, 整体来看, 分众传媒、蓝色光标等龙头企业表现明显优于行业整体水平, 体现出了龙头的市场竞争能力:

蓝色光标 20Q4 实现收入 116.69 亿元, 同比增长 38.62%; 归母净利润 1.06 亿元, 同比增长 28.70%; 归母扣非净利润 1.32 亿元, 同比增长 50.50%。21Q1 实现收入 103.91 亿元, 同比增长 28.01%, 实现归母净利润 3.63 亿元, 同比增长 78.48%; 实现归母扣非净利润 2.06 亿元, 同比增长 41.08%。公司 21Q1 收入和利润均创历史同期新高。2021Q1, 随着数字经济和网络经济的持续发力以及全球疫情的逐步缓解, 公司实现了出海业务、短视频业务以及唤醒业务的高速发展, 国际业务实现了较高增长。公司现金流状况明显改善, 2020 年经营活动现金流净额达 13.10 亿元, 同比增长 87.38%

公司广告营销领域龙头地位, 出海业务优势明显, 业绩稳步增长, 估值处于底部区间, 维持公司“买入”评级。

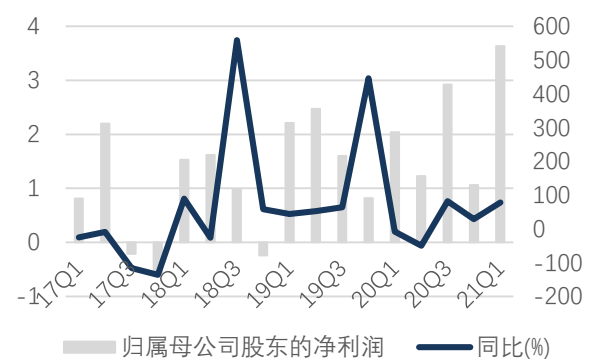
风险提示: 市场竞争加剧风险、人才流失风险、商誉较高风险

图 29: 蓝色光标收入 (左轴) 及同比增速 (单位: 亿元)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 30: 蓝色光标归母净利润 (左轴) 及增速 (单位: 亿元)

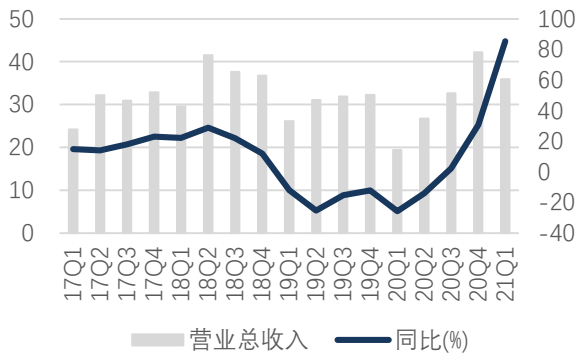


数据来源: wind, 东吴证券研究所



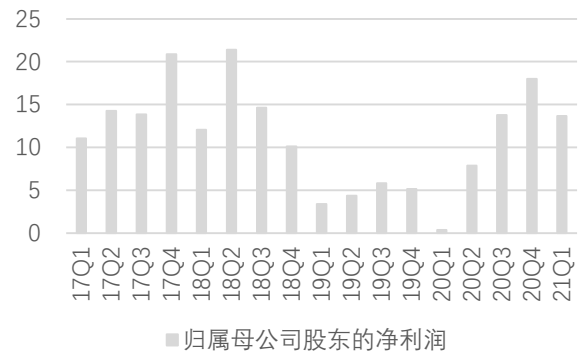
分众传媒 20Q4 实现收入 42.22 亿，同比增长 30.7%，归母净利润 18.01 亿，同比增长 249.84%。公司 21Q1 实现收入 35.93 亿，同比大幅增长 85.35%，实现归母净利润 13.68 亿元，同比增长 249.84%。公司同时预计 Q2 实现归母净利润 14.62-16.12 亿元，同比增长 86.12%-105.22%，业绩好于市场预期。

图 31: 分众传媒收入 (左轴) 及增速 (单位: 亿元)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 32: 分众传媒归母净利润 (单位: 亿元)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

公司 2020 年收入基本持平，主要原因在于疫情导致影院停业，全年影院媒体收入仅为 4.78 亿元，同比减少 75.87%。而楼宇媒体收入表现亮眼，受疫情影响后恢复进度大超预期，由 20Q1 的 18.27 亿，到 Q2 的 26.17 亿，Q3 达到 32.37 亿元，Q4 达到 39.06 亿元，经营状况改善明显。公司 21Q1 收入和利润均创历史同期新高，营收拆分结构来看，楼宇 32.4 亿，同比 77.5%，影院广告 3.39 亿，同比 232.2%，业务增长延续了去年 Q4 以来的景气度。回顾 2020 年，公司收入增长大超市场预期，是因为新消费、金融类、游戏类等不同行业广告主的加大投放所致，甚至新消费、基金类广告主的出现都是事先未能预料的。宏观经济回暖带来众多行业广告主盈利情况改善是加大楼宇媒体等品牌广告投放的重要原因。公司当前市值对应 2021 年业绩为 26XPE 左右，公司依然处于业绩快速恢复区间，重申公司“买入”评级。

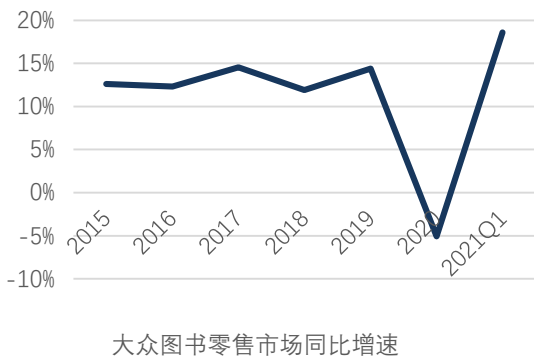
风险提示: 宏观经济超预期波动、竞争加剧、回款不利

4. 出版报刊: 教材教辅保持稳健, 一般图书头部企业市占率提升

行业层面, 疫情导致线下零售书店暂时停业, 发行及线下零售业务受到较大影响, 2020 年中国图书零售市场码洋 970.8 亿元, 同比-5.08%, 其中社科类图书同比-12.36%, 文艺类同比-13.37%, 少儿类同比+1.96%。21Q1 全国图书零售市场整体规模同比增长 18.59%, 但较 2019Q1 仍处于低位, 其中实体店渠道同比增长 55.44%, 较 19Q1 仍下降 29.73%; 网店渠道同比增长 10.69%。

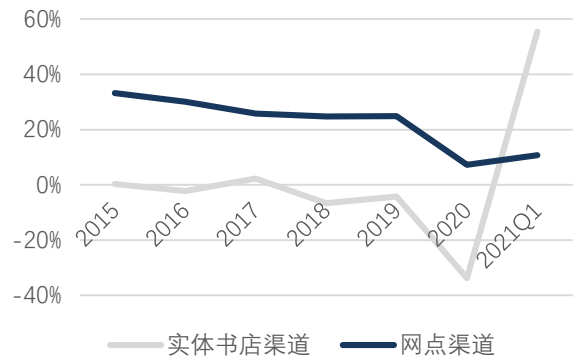


图 33: 大众图书零售增速



数据来源: 开卷图书, 东吴证券研究所

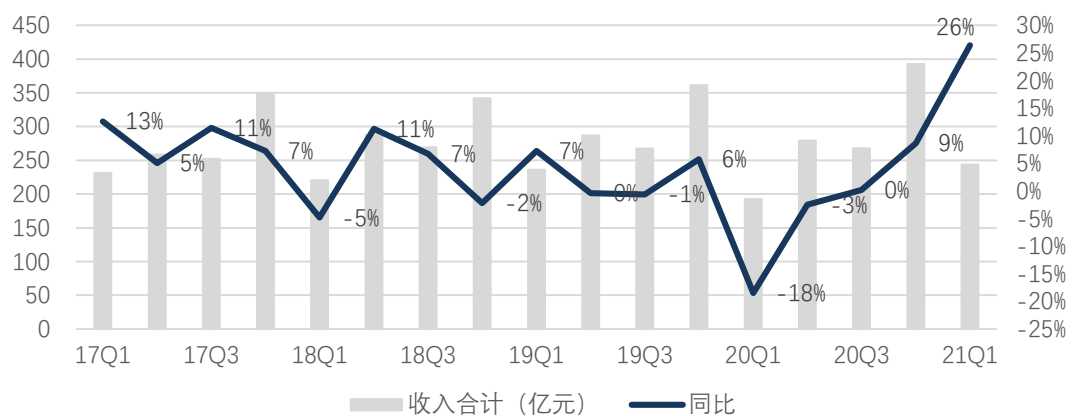
图 34: 大众图书线上线下零售渠道增速



数据来源: 开卷图书, 东吴证券研究所

上市公司层面, 20Q4/21Q1 出版报刊行业实现收入 392.6/243.5 亿元, 同比增速分别为 9%/26%, 疫情后连续四个季度增速提升。21Q1 行业收入同比增速为 17Q1 至今最高水平, 收入绝对值略超 19Q1 水平, 显示出版行业上市公司收入角度已经恢复至疫情前水平。

图 35: 2017Q1 至今出版行业季度收入及同比增速

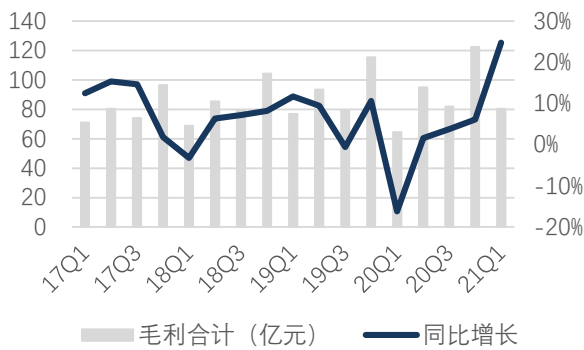


数据来源: wind, 东吴证券研究所

行业毛利率基本延续稳定, 20Q4/21Q1 出版行业整体毛利额 122.5/80.4 亿元, 同比增长 6%/25%; 毛利率分别为 31.2%/33.0%, 同比变动分别为-0.7pct/-0.4pct。

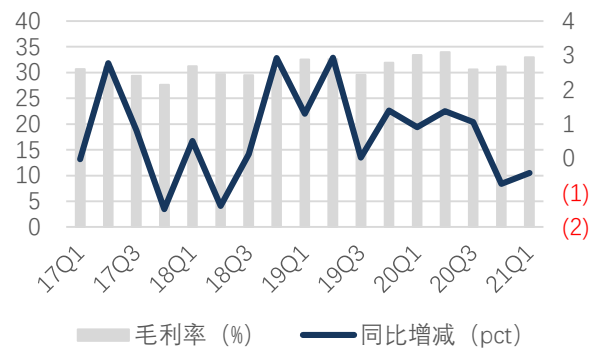


图 36: 2017Q1 至今出版行业毛利



数据来源: wind, 东吴证券研究所

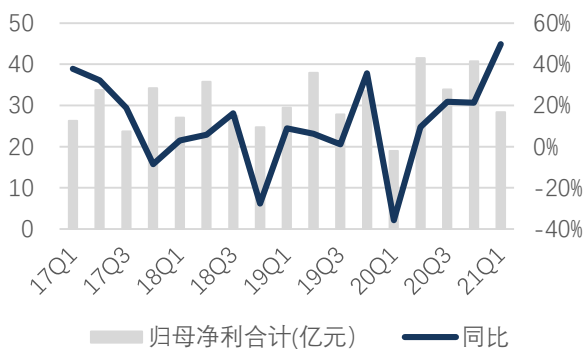
图 37: 出版行业毛利率 (左轴) 及同比增减 (右轴)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

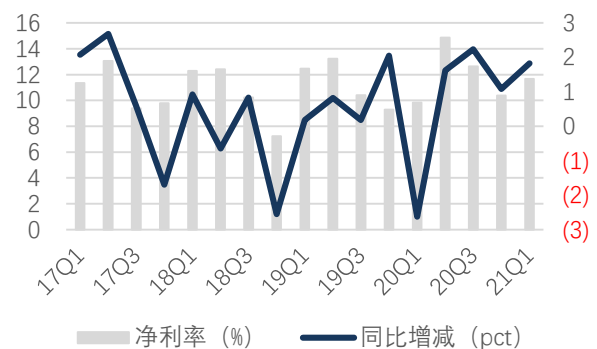
20Q4/21Q1 行业归母净利 40.7/28.4 亿元, 同比增长 21%/50%。20Q4/21Q1 行业净利率为 10.4%/11.7%, 同比变动分别为+1.1pct/+1.8pct, 销售费用率及管理费用率均略有下降, 是净利率仍有所提升的主要原因。

图 38: 17Q1 至今出版行业归母净利润



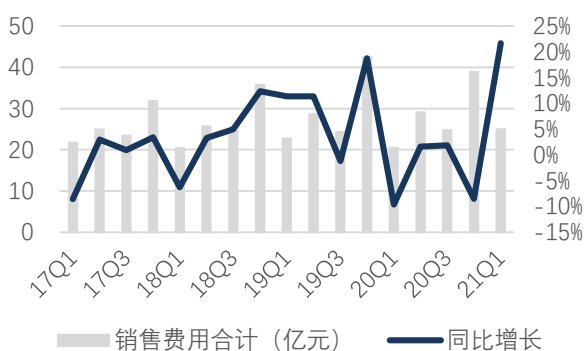
数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 39: 出版行业净利率 (左轴) 及同比增减 (右轴)



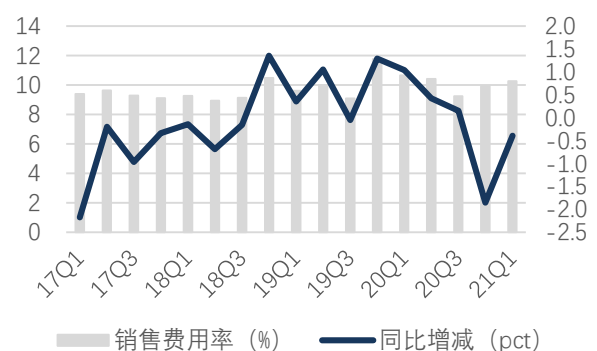
数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 40: 17Q1 至今出版行业销售费用



数据来源: wind, 东吴证券研究所

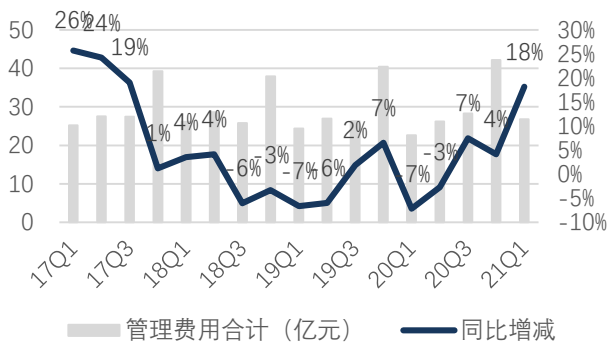
图 41: 出版行业销售费用率 (左轴) 及同比增减 (右轴)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

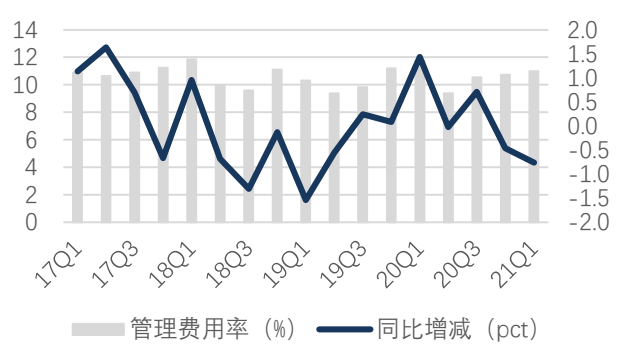


图 42: 出版行业管理费用 (左轴) 及同比增速



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 43: 出版行业管理费用率 (左轴) 及同比增减



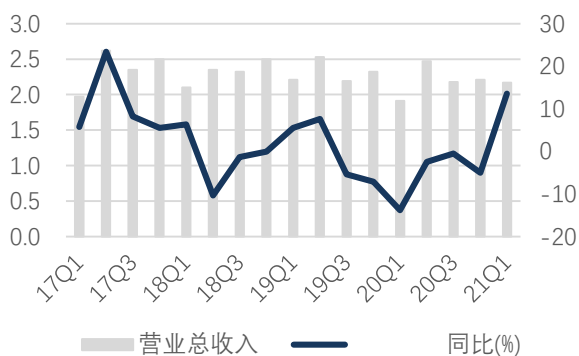
数据来源: wind, 东吴证券研究所

大众出版领域虽然受疫情影响明显,但行业龙头新经典及中信出版均实现了明显的恢复性增长,增速高于行业,市场份额提升。

新经典 20Q1/20Q2/20Q3/20Q4 收入增速分比为-13.81%/-2.46%/-0.49%/-4.98%,21Q1 公司实现营业收入 2.17 亿元,同比增长 13.59%。2020 年受疫情影响公司延缓了部分新品的上市计划,2020 年国内自有版权图书推出新品 237 种,同比减少 119 种,其中全新品种 177 种,同比减少 86 种。少儿类图书仍然是增速最快的品类,2020 年实现营收 23,744.65 万元,同比+11.67%;人文社科、动漫等其他品类实现营收 6,564.28 万元,同比+7.86%。公司坚持了更加稳健的渠道策略,且成效明显,毛利率同比增长,后续随着新品推出,我们预计趋势仍将得到保持,维持公司“买入”评级。

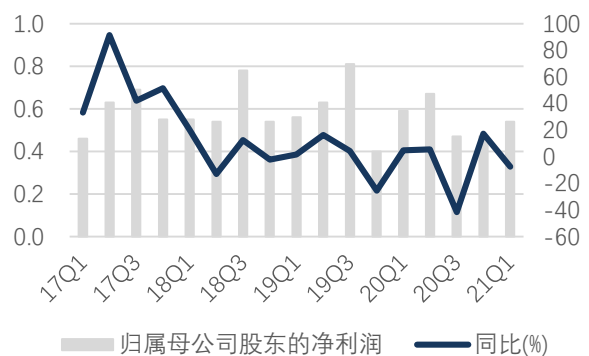
风险提示: 政策风险,产品适销风险,渠道政策变动风险等。

图 44: 新经典季度收入(左轴,亿元)及同比增速



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 45: 新经典季度归母净利润(左轴,亿元)及同比增速



数据来源: wind, 东吴证券研究所

中信出版通过提高出版质量和单品效益,持续优化选题结构,市场监控销售码洋同比增长 14%,整体市场占有率稳居出版机构第一。社科类图书市场占有率排名继续保持第一位,经管类市场占有率从 2019 年的 14.6%提升到 16.89%,领先优势进一步扩大。少儿业务增长迅速,市场占有率从 2019 年的 1.74% 上升至 2.57%,市场排名大幅提升至第五位。生活类图书市场占有率排名提升至第一,教育类排名提升至第五,文艺类图书



市场占有率排名第八位。2020 年公司少儿出版板块实现营业收入 4.14 亿元，同比增长 31.39%。同时，公司书店业务在 2020Q3 首次实现单季盈利，下半年实现归属于上市公司股东的净利润为 457 万元。2020 年公司整体控费出色，销售费用率及管理费用均有小幅下滑，毛利率同比提升 1.87pct。2021Q1 公司收入恢复性高增长，已超过 2019Q1 水平。

公司 2021Q1 通过继续优化选题结构，持续开拓新销售渠道，书店恢复正常经营，使营业收入大幅提升，且 2021Q1 收入相比 2019Q1 增长 21%，归属母公司股东的净利润同比增长 11%，2021 年经营情况已超过疫情前水平，公司市场占有率进一步提升。维持公司“买入”评级。

风险提示：政策风险，产品适销风险，渠道政策变动风险等。

图 46：中信出版季度收入(左轴)及增速(单位：亿元)

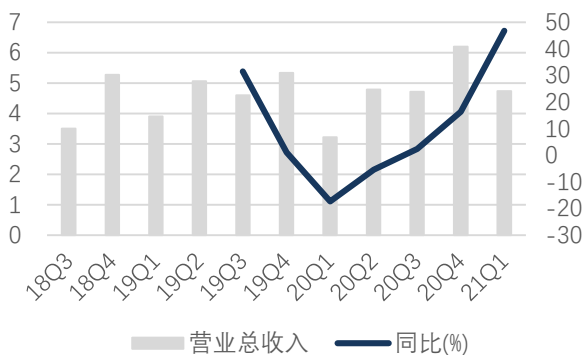
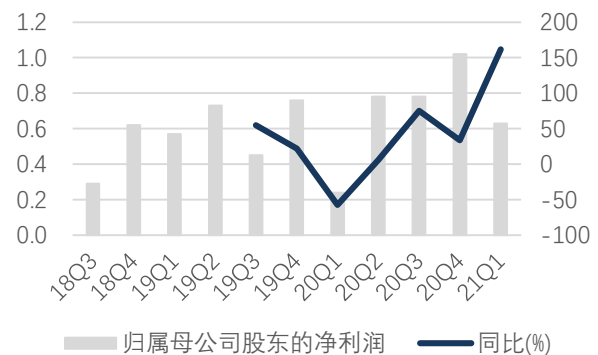


图 47：中信出版归母净利润(左轴)及增速(单位：亿元)



数据来源：wind，东吴证券研究所

数据来源：wind，东吴证券研究所

教材教辅领域，三家龙头企业表现稳健，体现出商业模式和公司经营的稳健特点：

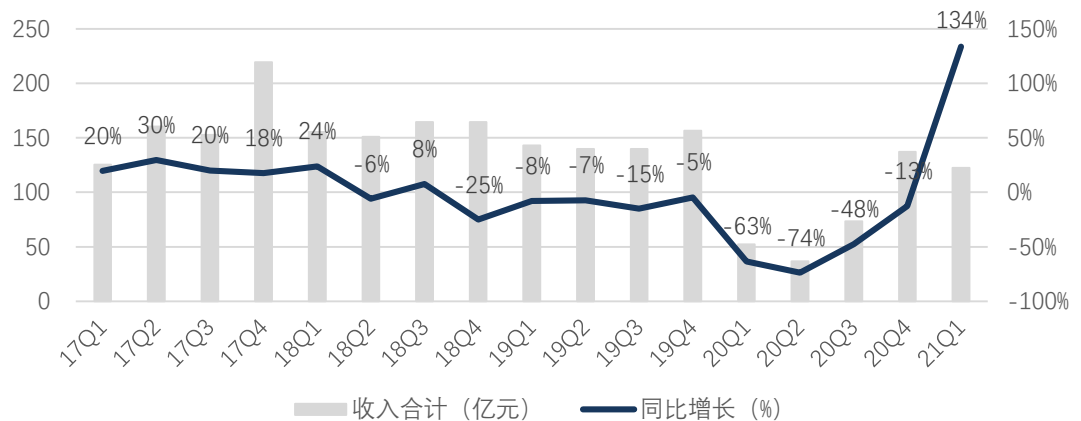
- 1) 中南传媒教材教辅出版 2020 年收入同比增长 7.97%，教材教辅发行收入同比增长 3.21%；
- 2) 凤凰传媒教材教辅出版 2020 年收入同比增长 9.2%，教材教辅发行收入同比增长 4.25%；
- 3) 山东出版教材教辅业务收入同比增长 7.27%。

5. 影视：电影顺利复苏，影视剧温和改善

20Q4/21Q1 影视行业实现收入 137.0/122.4 亿元，同比增速分别为-13%/134%，20Q1 影视板块为传媒行业受疫情冲击最大板块，因此低基数下实现同比恢复性高增长，但收入规模仍未恢复至 19Q1 水平。21Q1 影视板块普遍延续回暖趋势，在 22 家上市公司中，仅 3 家公司收入同比下滑。



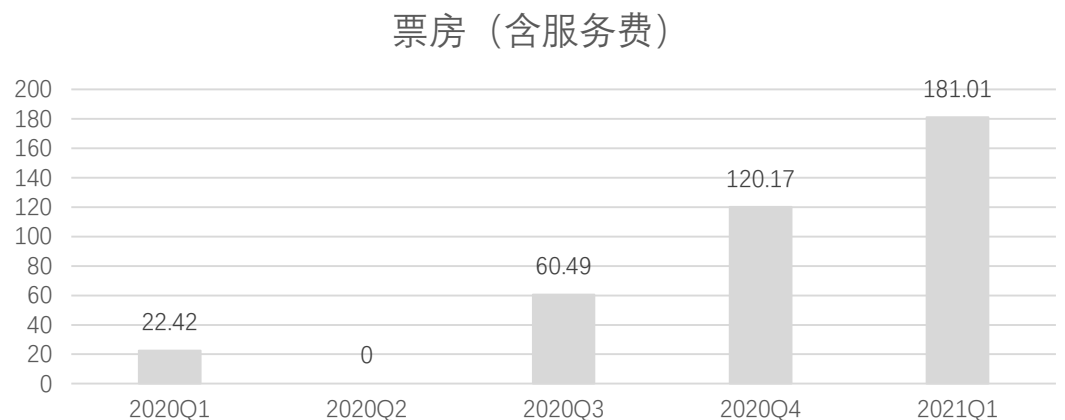
图 48: 2017Q1 至今影视行业季度收入及同比增速



数据来源: wind, 东吴证券研究所

院线行业顺利复苏: 电影板块受到疫情影响最为直接, 导致 20Q1 收入普遍迎来较大幅度的下滑, 21Q1 全国实现总票房 181.01 亿元 (含服务费), 同比增长 70%, 院线龙头万达电影、中国电影、横店影视贡献了 21Q1 影视行业收入的主要增量。

图 49: 2020Q1 至今含服务费电影票房收入 (单位: 亿元)

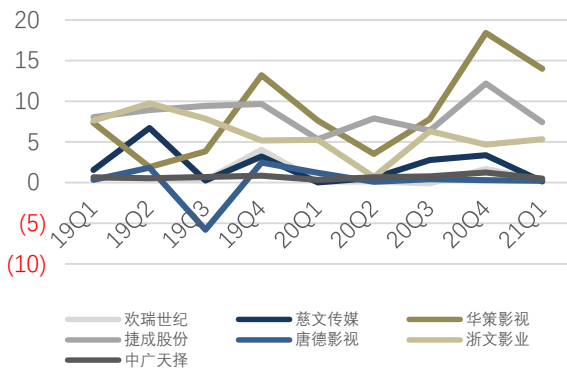


数据来源: 猫眼专业版 APP, 东吴证券研究所

影视剧行业整体呈温和改善, 因项目储备及销售节奏差异而增速有所分化, 其中行业龙头华策影视疫情期间表现领先, 公司 20Q1-21Q1 收入增速分别为 3.64%/84.91%/102.90%/39.19%/83.86%, 2020 年公司共获得 8 个电视剧的发行许可证。疫情并未影响公司的制作节奏, 2020 年年内共开机电视剧 16 部 573 集, 比 2019 年同期多 112 集。

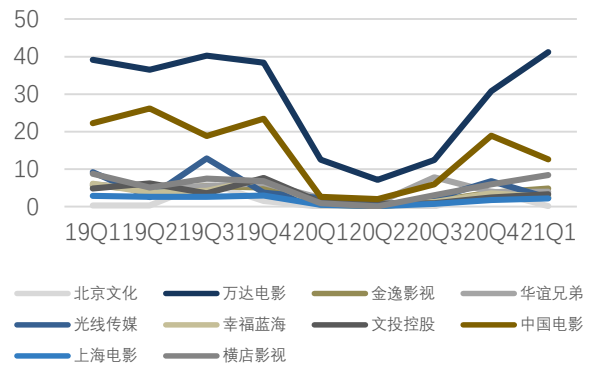


图 50: 19Q1 至今影视剧制作公司收入 (单位: 亿元)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 51: 19Q1 至今电影院线上市公司收入 (单位: 亿元)



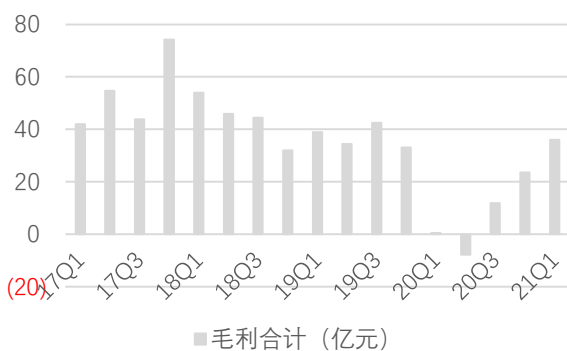
数据来源: wind, 东吴证券研究所

20Q4/21Q1 影视行业总毛利额分别为 23.6/36.0 亿元, 同比增速分别为-29%/6667%, 毛利率为 17.2/29.5%, 分别同比变动-3.9pct/28.4pct, 21Q1 毛利的同比大幅增长主要是 20Q1 同期低基数的原因。20Q4 由于出现大额商誉减值, 行业归母净利润仍为亏损, 其中 万达电影主要由于对前期并购影城、时光网、新媒诚品、互爱互动、上海骋亚影视文化传媒公司计提商誉减值合计 44.18 亿元, 文投控股亦有 17.42 亿元的商誉减值损失。

主要上市公司层面, 电影行业龙头 万达电影 21Q1 归母净利润 5.24 亿元, 创历史新高, 经营净现金流量 16.99 亿元, 显示公司经营上的最差时点已经过去, 其次, 中国电影、上海电影、横店影视等同比均取得较高增速。电影制作方面, 虽然部分优质内容供给陆续上线, 但整体疫情对于产能造成了影响, 资金和制作能力受疫情影响, 导致影片产能不足, 疫情后有竞争力的影片数量有所减少。市场的不确定性使得投资行为更加谨慎, 新制作影片的单片投资整体上升, 但超大型投资的影片数量减少。

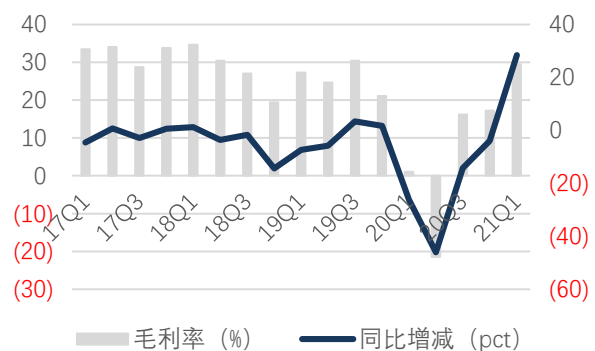
后续建议关注具有资金储备、制作能力、行业地位突出的龙头企业, 推荐 万达电影, 建议关注 光线传媒、华策影视等。

图 52: 2017Q1 至今影视行业毛利及同比增速



数据来源: wind, 东吴证券研究所

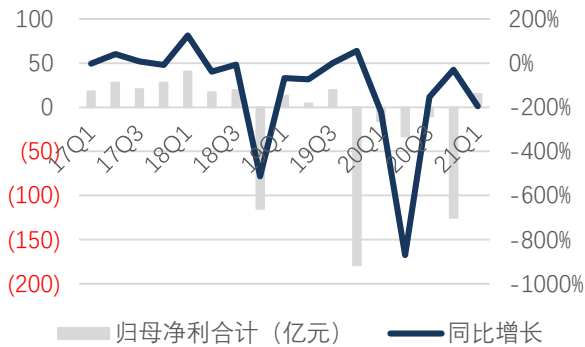
图 53: 影视行业毛利率 (左轴) 及同比增减 (右轴)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

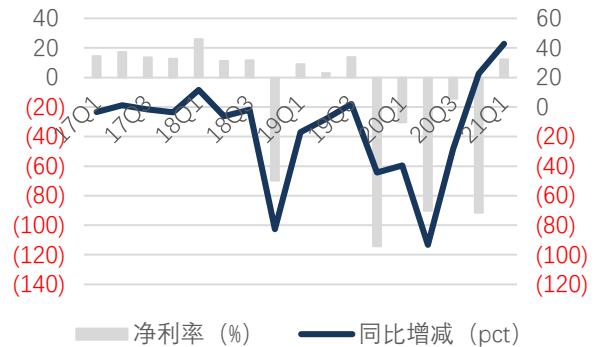


图 54: 2017Q1 至今影视行业归母净利润及同比增速



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 55: 影视行业净利率 (左轴) 及同比增减 (右轴)

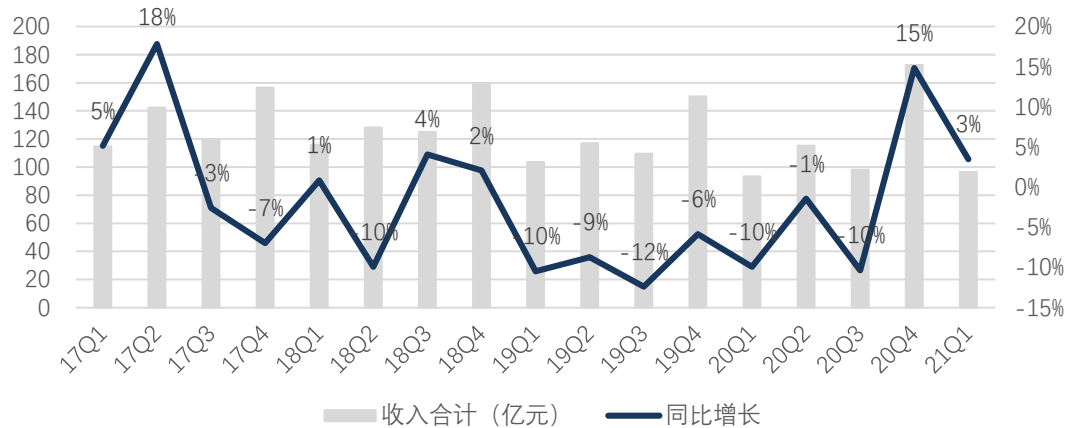


数据来源: wind, 东吴证券研究所

6. 广电: 虽有复苏但压力仍存, 继续期待转型升级

广电行业 20Q4/21Q1 实现收入 172.7/96.7 亿元, 同比增长 15%/3%, 归母净利润分别为 -6.6/2.3 亿, 同比变动分别为 -175%/27%。疫情后行业得到一定程度恢复, 但受到互联网媒体及 IPTV、OTT 等大屏新媒体的冲击, 传统广电产品亟待升级, 当前行业仍处于投入及整合阶段, 未来期待全国一张网取得进展及 5G 相关业务落地带来增量。

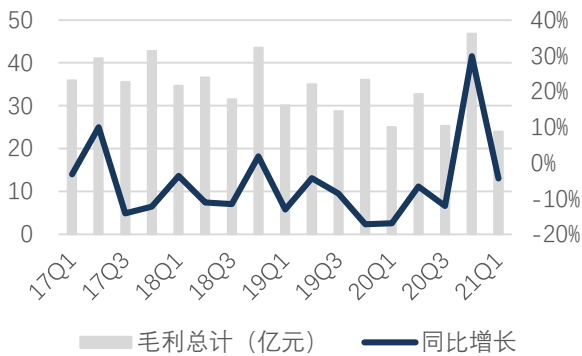
图 56: 广电行业季度收入 (左轴) 及同比增速



数据来源: wind, 东吴证券研究所

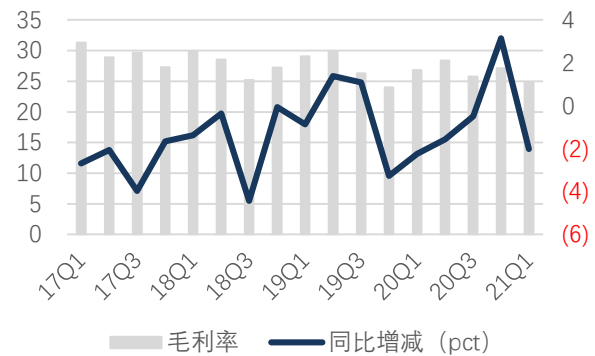


图 57: 广电行业毛利额 (左轴) 及同比增速



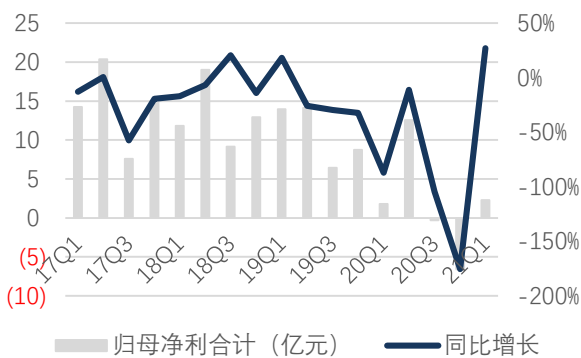
数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 58: 广电行业毛利率 (左轴) 及同比增减 (右轴)



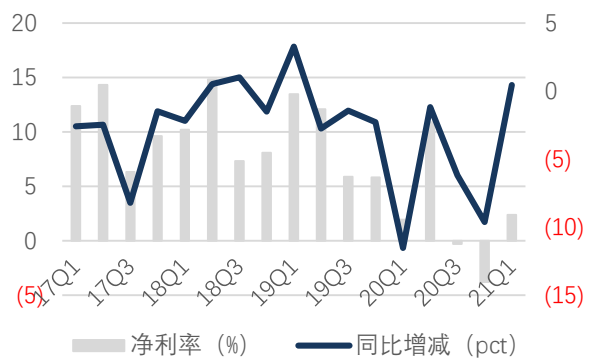
数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 59: 广电行业归母净利润 (左轴) 及同比增速



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 60: 广电行业净利率 (左轴) 及同比增减 (右轴)



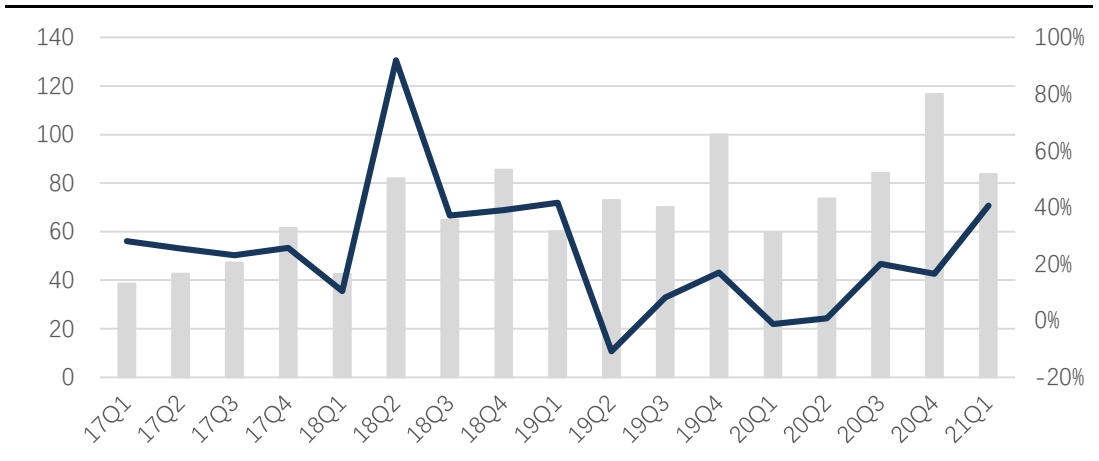
数据来源: wind, 东吴证券研究所

7. 互联网信息服务: 芒果超媒 Q1 业绩亮眼

互联网信息服务行业 20Q4/21Q1 实现收入 116.6/83.7 亿元, 分别同比增长 17%/41%, 增速自 20Q1 至今整体持续呈上升趋势。



图 61: 互联网信息服务行业季度收入 (左轴) 及同比增速 (单位: 亿元)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

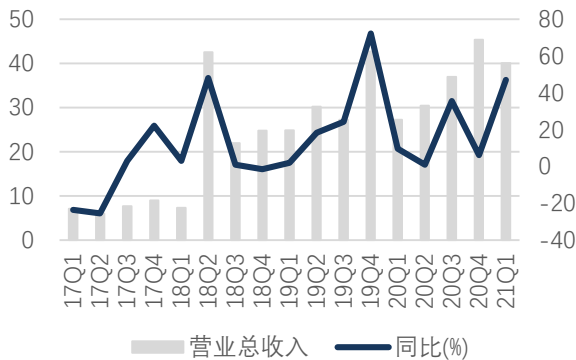
■ 芒果超媒: 优质内容驱动下的平台生态仍有强劲增长动力

公司 2020 年实现营收 140.06 亿元, 同比增长 12.04%; 归属于上市公司股东的净利润 19.82 亿元, 同比增长 71.42%。2021Q1 实现营收 40.09 亿元, 同比增长 47.00%, 归属于上市公司股东的净利润 7.73 亿元, 同比增长 61.18%, 扣非归母净利润 7.71 亿元, 同比增长 74.68%。公司 2020 年年报及 2021 年一季报业绩符合市场预期。

优质头部内容驱动芒果 TV 业绩释放。芒果 TV 运营主体快乐阳光 2020 年实现营收 100.03 亿元, 同比+23.36%, 净利润 17.75 亿元, 同比+83.17%。其中广告收入达 41.39 亿元, 同比+24%; 运营商收入达 16.67 亿元, 同比+31%。截止 2020 年末芒果 TV 有效会员数达 3,613 万, 较 2019 年末增长 96.68%, 2020 年会员收入达 32.55 亿元, 同比+92%; 运营商收入达 16.67 亿元, 同比+31%。会员的同比高增长及 2021Q1 同比具有更多头部内容产品, 如《明星大侦探 6》《乘风破浪的姐姐 2》《婆婆和妈妈 2》《阳光之下》《别想打扰我学习》《陪你一起长大》等综艺和剧集热播, 导致 2021Q1 收入及利润同比均实现高增长。看好后续公司的项目储备, 会员及广告业务有望保持高增长, 小芒电商、线下新业态等值得期待, 维持公司“买入”评级。

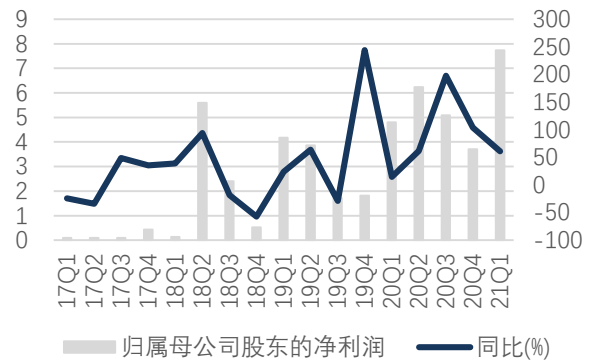


图 62: 芒果超媒收入 (左轴) 及同比增速 (单位: 亿元)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 63: 芒果超媒归母净利 (左轴) 及增速 (单位: 亿元)



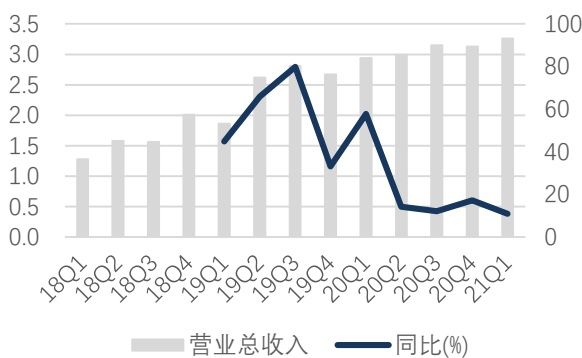
数据来源: wind, 东吴证券研究所

风险提示: 内容适销风险, 政策风险, 新业务拓展不及预期。

■ 新媒股份: 稳步恢复经营节奏, 看好商业化能力提升潜力

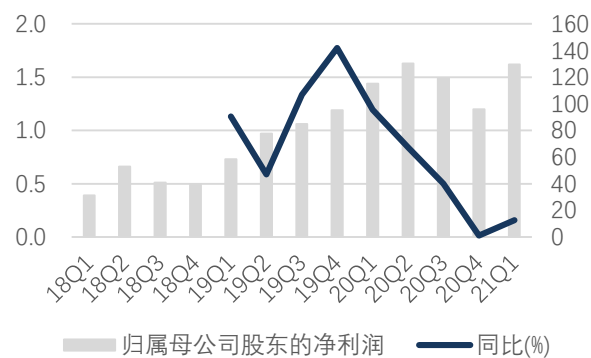
2020 年公司实现营收 122,068.95 万元, 同比增长 22.56%; 归属于上市公司股东的净利润 57,493.39 万元, 同比增长 45.30%, 公司拟每 10 股派发现金红利 8 元(含税)。2021Q1 公司实现营收 32,567.27 万元, 同比增长 10.87%, 归属于上市公司股东的净利润 16,171.72 万元, 同比增长 12.56%。公司业绩符合市场预期。

图 64: 新媒股份收入 (左轴) 及同比增速 (单位: 亿元)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 65: 新媒股份归母净利润 (左轴) 及同比增速 (亿元)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

IPTV 业务保持稳健增长, 互联网视听业务驱动成长。2020 年公司 IPT 基础业务收入 70,116.34 万元, 同比增长 12.98%。2020 年末, 公司 IPTV 基础业务有效用户达到 1,840 万户, 同比上升 5.68%, 对广东省固定宽带接入用户的渗透率为 47.3%。公司互联网视听业务收入 45,237.89 万元, 同比增长 49.31%; 其中广东 IPTV 增值业务收入 29,475.90 万元, 同比增长 69.45%; 互联网电视业务收入 15,761.99 万元, 同比增长 22.16%。2020 年, 由于有线电视增值业务开展不及预期、疫情影响市场拓展等原因, 公司内容版权业务收入 5,435.98 万元, 同比下降 4.02%。公司 2021 年第一季度营业收入、归母公司



股东的净利润以及扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润均较上年同期上涨，主要由于公司 IPTV 基础业务和互联网视听业务的增长所致。

公司新业务不断破圈，看好后续商业化提升潜力，维持公司“买入”评级。

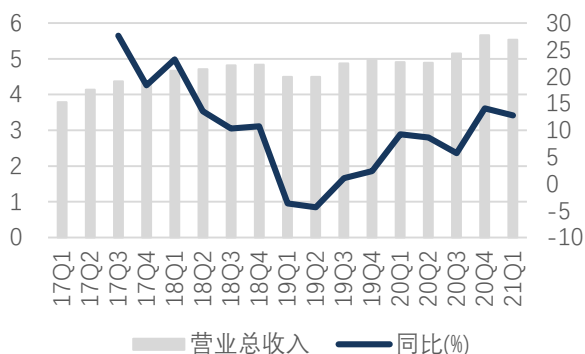
风险提示：政策变化及行业监管风险，业务拓展不及预期的风险。

■ 掌阅科技：版权及商业化增值业务高增促盈利能力继续提升

公司 2020 年实现收入 206,065.88 万元，同比+9.47%，实现归属于母公司股东的净利润 26,415.26 万元，同比+64.07%，归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 25,749.77 万元，同比+83.47%。21Q1 公司实现营业收入 55,398.97 万元，同比增长 12.77%，实现归属于上市公司股东的净利润 6,334.51 万元，同比增长 14.71%。

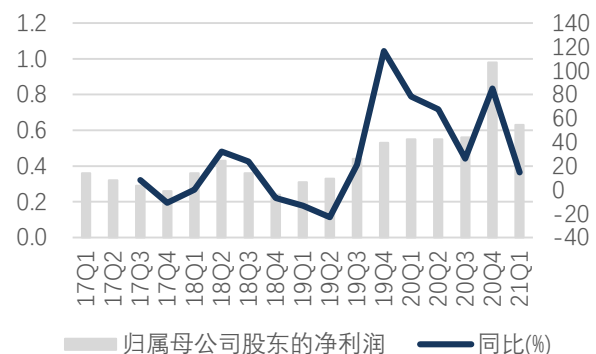
得益于“免费阅读”商业模式对下沉市场用户的不断渗透，数字阅读行业整体的市场规模、用户时长及流水均实现了显著增长。公司版权业务及商业化增值业务驱动收入增长同时业务结构的变化导致毛利率同比大幅提升，驱动利润高增长。看好公司版权储备及用户积累，维持供公司“买入”评级。

图 66: 掌阅科技收入(左轴)及同比增速(单位:亿元)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 67: 掌阅科技归母净利(左轴)及增速(单位:亿元)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

风险提示：内容适销风险，政策风险，新业务拓展不及预期。

8. 风险提示

政策监管风险：行业受政策影响较大，当前行业监管趋严，若政策出现超预期变化，将对行业造成影响；

行业竞争超预期：若行业竞争格局恶化，将给行业内上市公司业绩带来不确定性；

产品适销风险：传媒行业属创意产业，产品市场销售具有不确定性；

市场系统性风险等。



附：板块分类

游戏：游族网络、*ST天娱、凯撒文化、恺英网络、巨人网络、*ST艾格、完美世界、宝通科技、天舟文化、掌趣科技、昆仑万维、冰川网络、浙数文化、电魂网络、世纪华通、中青宝、吉比特、三七互娱、惠程科技、*ST聚力。

出版报刊：广弘控股、中原传媒、粤传媒、世纪天鸿、中信出版、城市传媒、时代出版、长江传媒、新华传媒、博瑞传播、山东出版、中南传媒、皖新传媒、新华文轩、中国科传、南方传媒、凤凰传媒、中国出版、出版传媒、新经典、中文传媒、读者传媒。

影视动漫：北京文化、欢瑞世纪、奥飞娱乐、慈文传媒、美盛文化、万达电影、金逸影视、华谊兄弟、华策影视、捷成股份、光线传媒、华录百纳、唐德影视、幸福蓝海、中视传媒、祥源文化、文投控股、中国电影、上海电影、浙文影业、横店影视、中广天择。

广电：东方明珠、电广传媒、江苏有线、广电网络、贵广网络、华数传媒、湖北广电、歌华有线、广西广电、吉视传媒、天威视讯。

营销服务：深大通、华媒控股、分众传媒、长城影视、利欧股份、麦达数字、省广集团、恒大高新、万润科技、思美传媒、元隆雅图、数知科技、蓝色光标、旗天科技、天龙集团、华谊嘉信、佳云科技、联建光电、紫天科技、新文化、联创股份、腾信股份、宣亚国际、因赛集团、壹网壹创、电声股份、中昌数据、青海春天、北巴传媒、科达股份、引力传媒、龙韵股份、智度股份、华扬联众。

互联网信息服务：视觉中国、顺网科技、上海钢联、三六五网、中文在线、芒果超媒、同花顺、盛天网络、新媒股份、值得买、人民网、国联股份、新华网、迅游科技、号百控股、掌阅科技。

综合：其他申万行业分类中的标的。

注：以上子行业分类基于申万行业分类微调。



免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

