

传媒教育行业 2021H1 中报总结

政策规范化，行业步入稳定发展

投资建议：

强于大市

上次建议：

强于大市

投资要点：

➤ 广告营销：低基数下结构性反弹，梯媒继续维持高增长

2021H1A 股广告营销板块 38 家上市公司合计实现营收 950.38 亿元（YOY+20.1%）；实现归母净利润 56.67 亿元（YOY+248.51%）；整体毛利率 13.99%（YOY-1.48pct）；整体净利率为 6.02%，（YOY+3.78pct）。广告市场受去年同期低基数影响出现结构性反弹，其中电梯媒体继续维持高增长态势，电梯海报、电梯LCD1-7月收入增速均超过20%。

➤ 游戏：供给侧压力下，行业集中度进一步提升

2021H1A 股游戏板块 37 家上市公司合计实现营收 404.23 亿元（YOY-5.64%）；实现归母净利润 86.54 亿元（YOY-23.06%）；整体毛利率 64.23%（YOY-1.31pct）；整体净利率为 22.93%（YOY-5.88pct）。随着疫情的线上红利消退，因政策面导致的供给端紧缩使游戏行业上半年整体承压。未来优质内容、游戏出海仍为行业的主要发展路径。

➤ 影视：疫情反复下，群众观影热情集中在重要档期释放

2021H1A 股影视板块 23 家上市公司合计实现营收 297.99 亿元（YOY+113.5%）；实现归母净利润 35.82 亿元（YOY+252.95%）；整体毛利率 31.84%（YOY+12.92pct）；整体净利率为 12.16%（YOY+30.35pct）。疫情反复下，国内群众日常观影热情将主要集中在重要档期中释放，建议关注国庆档的主旋律影片及动画电影情况。

➤ 教育：上半年走出疫情影响，板块受“双减”政策冲击较大

21H1A 股教育走出疫情影响，业绩增速快，总收入 yoy+41.29%，港股教育稳定增长，总收入 178.08 亿元，yoy+13.1%。7.24 发布的“双减”意见对板块造成较大冲击，板块年初至今跌幅近 35%。

➤ 港股互联网：规范化发展成为主旋律，行业调整之后仍有星辰大海

2021H1 港股互联网板块 43 家上市公司合计实现营收 16271.19 亿元（YOY+31.99%）；实现归母净利润 1180.21 亿元（YOY+21.47%），业绩保持稳健增长。受反垄断、信息安全等政策影响，板块估值仍在震荡，政策压力仍待市场进一步消化，预计未来一段时间市场情绪仍将反复。

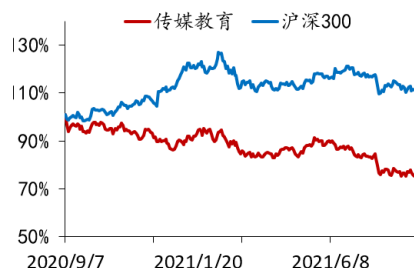
➤ 投资建议：

广告方面，随着品牌广告占比提升，建议关注覆盖国内所有一线城市主流消费人群的梯媒龙头分众传媒，以及拥有头部 MCN 机构的星期六等；文化娱乐方面，政策面供给侧压力下以“内容为王”的投资主线并未改变，建议关注具备优质内容产出能力的完美世界、吉比特、光线传媒等。教育行业方面，建议关注“双减”下被错杀的职业教育，关注中教控股、希望教育等。港股互联网方面，随着反垄断、数据安全等相关政策落地，建议关注基本面稳健，具备独特自身壁垒的公司快手科技、哔哩哔哩、阅文集团、泡泡玛特等。

➤ 风险提示

政策风险；产品上线进度、收入不及预期；平台活跃人数增长不及预期；并购整合进展不及预期的风险；学校扩建新建计划不及预期的风险。

一年内行业相对大盘走势



陈梦瑶 分析师

执业证书编号：S0590521040005

邮箱：cmymy@glsc.com.cn

相关报告

- 1、《民办高教：职业教育或迎黄金时代，内生外延驱动快速成长》
- 2、《游戏行业深度：内容为源头，研运是真金》
《传媒行业》
- 3、《乘数字经济东风，传媒扬帆起航》
《传媒》

正文目录

1.	A股传媒行业总体回顾	4
1.1	行情回顾	4
1.2	基金持仓	5
2.	广告营销行业：低基数下增速可观，梯媒继续维持高增长	8
2.1	板块回顾	8
2.2	板块标的财务数据	9
2.3	重点关注标的	10
3.	游戏板块：未成年新政落地，关注优质内容及出海机会	11
3.1	板块回顾	11
3.2	板块标的财务数据	12
3.3	重点关注标的	13
4.	影视板块：疫情反复下档期效应明显，关注国庆档主旋律影片机会	14
4.1	板块回顾	14
4.2	板块标的财务数据	15
4.3	重点关注标的	16
5.	教育板块：“双减政策”出台对板块造成较大影响	16
5.1	板块回顾	18
5.2	教育进入新元年，建议关注职业教育、素质教育主线	21
5.3	重点关注标的	22
6.	港股互联网：拥抱监管，行业规范发展，公司基本面稳健	24
6.1	板块回顾：行业出现大幅回调	24
6.2	基金持仓：美团、京东健康等获得加仓，腾讯、小米、心动公司、阅文集团 遭减持	
6.3	重点关注标的：建议关注具有内容壁垒，基本面良好的标的	28
7.	风险提示	30

图表目录

图表 1：2021.1.1 至 9.3 申万行业指数涨跌幅	4
图表 2：2021.1.1 至 9.3 传媒行业各板块涨跌幅	5
图表 3：传媒行业相对沪深 300 估值倍数	5
图表 4：2021 年 H1 净利润增速前十	5
图表 5：2021 年截止 8 月涨幅前十	5
图表 6：传媒行业基金重仓总市值及增速	6
图表 7：传媒行业基金重仓持股数量变化	6
图表 8：传媒行业基金重仓公司数量	6
图表 9：传媒行业基金持仓集中度不断上升	6
图表 10：分板块基金重仓市值占比	7
图表 11：分板块基金重仓持股数量（亿股）	7
图表 12：2021 年中国广告市场花费同比变化	8
图表 13：2021 年中国广告市场花费环比变化	8
图表 14：2020-2021Q1 各投放渠道广告刊例花费同比变化（电梯海报，2 月数据为 301.9%）	8
图表 15：广告营销板块公司 2021 年上半年财务情况	9
图表 16：2020Q2-2021Q2 各类型游戏收入（亿元）及同比增速（右轴）	11
图表 17：各月国内游戏版号审批数量	11

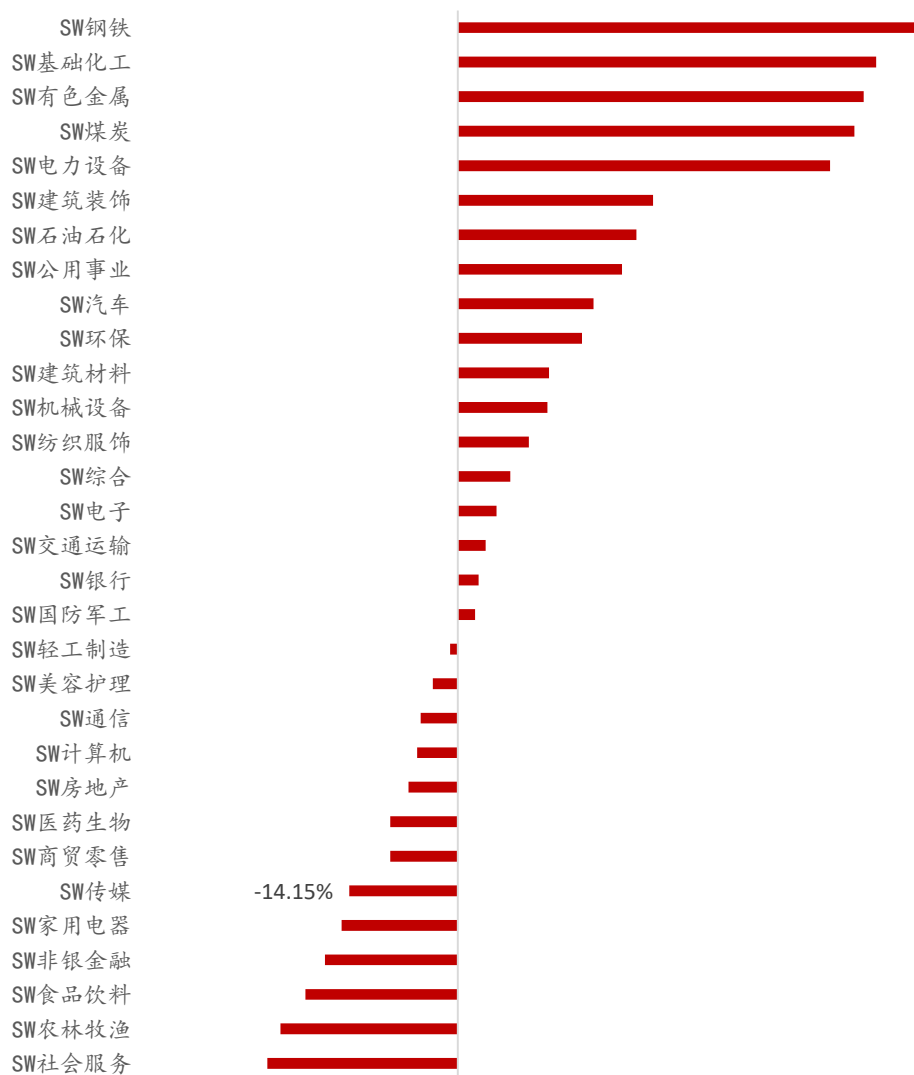
图表 18: 游戏板块公司 2021 年上半年财务情况.....	12
图表 19: 2021 年 1 月-8 月票房收入 (含服务费)	14
图表 20: 重要档期票房收入对比(亿元).....	14
图表 21: 影视板块公司 2021 年上半年财务情况.....	15
图表 22: A 股教育公司 2021/01/01-2021/08/31 涨跌幅 (%)	17
图表 23: 港股教育公司 2021/01/01-2021/08/31 涨跌幅 (%)	17
图表 24: 2021H1 教育板块机构持仓情况.....	17
图表 25: A 股教育总收入 (亿元) 及增速.....	18
图表 26: A 股教育毛利率.....	18
图表 27: 主要 A 股教育上市公司 2021 中报业绩.....	19
图表 28: 港股教育总收入 (亿元) 及增速.....	19
图表 29: 港股教育总成本 (亿元) 及增速.....	19
图表 30: 港股教育毛利率.....	20
图表 31: 港股教育净利率.....	20
图表 32: 主要港股教育上市公司 2021 中报业绩.....	20
图表 33: 中教控股财务和估值数据摘要.....	22
图表 34: 希望教育财务和估值数据摘要.....	23
图表 35: 中国科培财务和估值数据摘要.....	24
图表 36: 港股重点互联网上市公司涨跌幅 (2021 年 1 月 1 日-2021 年 8 月 31 日) ..	25
图表 37: 港股互联网重点上市公司 2021 年上半年财务数据盘点.....	25
图表 38: 互联网平台规范整顿事件及政策梳理.....	26
图表 39: 2021Q2 基金重仓港股传媒公司情况	27
图表 40: 20Q3-21Q2 基金重仓港股传媒公司变化	27
图表 41: 阅文集团 (0772.HK) 财务数据及预测.....	28

1. A股传媒行业总体回顾

1.1 行情回顾

截止 2021 年 9 月 3 日，SW 传媒指数涨幅-14.15%，涨跌幅排名全行业第 26，市场表现处于行业偏后位置。1-8 月 SW 钢铁、SW 基础化工、SW 有色金属涨幅居前；SW 社会服务、SW 农林牧渔、SW 食品饮料跌幅居前。

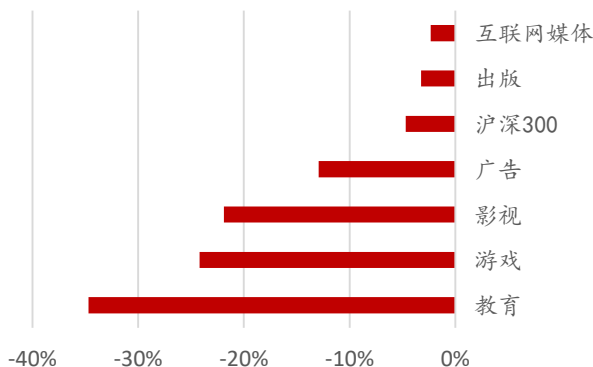
图表 1：2021.1.1 至 9.3 申万行业指数涨跌幅



来源：Wind，国联证券研究所

我们的传媒教育细分行业根据 2021 年申银万国行业分类调整，包括游戏，广告，影视，互联网媒体、出版和教育。2021 年初至今（截止 2021 年 9 月 3 日），细分板块中教育板块跌幅最高，下跌 34.7%；游戏下跌 24.2%；影视下跌 21.88%；广告跌幅 12.93%，出版跌幅 3.22%；互联网媒体下跌 2.32%；沪深 300 指数下跌 4.69%。截止目前，传媒各板块均为下跌走势，除出版及互联网媒体外，其余板块均跑输大盘。从相对估值来看，A 股传媒教育板块已回到 2019 年低点水平。

图表 2：2021.1.1 至 9.3 传媒行业各板块涨跌幅



来源：Wind，国联证券研究所

图表 3：传媒行业相对沪深 300 估值倍数



来源：Wind，国联证券研究所

A 股传媒教育板块统计样本中共 171 家公司，2021 年上半年盈利 136 家，其中有 23 家实现扭亏转盈；亏损 35 家，其中有 5 家由盈转亏；和第一季度相比，二季度大部分公司盈利状态明显改善。因去年同期疫情下低基数影响，2021 年净利润增长幅度最大的三家分别为华立科技 (yoy+2518%)、光线传媒 (yoy+2364%)、新华网 (yoy+2223%)。截止 2021 年 8 月 31 日，个股涨幅最大的分别为联创股份 (+623.9%)，盛通股份 (+150.6%)，传智教育 (+110.7%)

图表 4：2021 年 H1 净利润增速前十

代码	简称	2020H1	2021H1	同比增长
301011.SZ	华立科技	0.01	0.31	2518%
300251.SZ	光线传媒	0.20	4.83	2364%
603888.SH	新华网	0.04	0.82	2223%
603377.SH	东方时尚	0.05	0.80	1416%
600386.SH	北巴传媒	-0.12	0.68	643%
002599.SZ	盛通股份	-0.16	0.61	492%
300079.SZ	数码视讯	0.13	0.74	485%
300242.SZ	佳云科技	0.09	0.49	471%
002517.SZ	恺英网络	0.65	3.70	465%
000917.SZ	电广传媒	-2.17	7.22	433%

来源：Wind，国联证券研究所

图表 5：2021 年截止 8 月涨幅前十

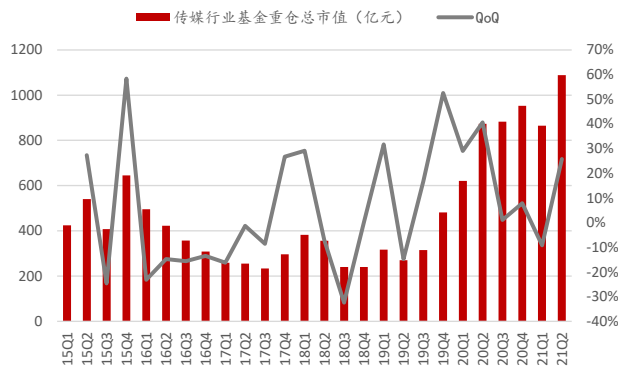
代码	简称	当前股价	6-8月涨幅	年初至今
300343.SZ	联创股份	20.92	557.9%	623.9%
002599.SZ	盛通股份	9.8	139.6%	150.6%
003032.SZ	传智教育	25.64	29.6%	110.7%
300079.SZ	数码视讯	9.17	36.7%	96.4%
002502.SZ	鼎龙文化	5.19	21.5%	86.7%
000835.SZ	*ST长动	3.3	27.4%	86.4%
605577.SH	龙版传媒	13.89	61.0%	61.0%
000917.SZ	电广传媒	7.42	44.6%	53.0%
300182.SZ	捷成股份	4.94	28.3%	52.9%
600576.SH	祥源文化	5.26	3.3%	46.9%

来源：Wind，国联证券研究所，数据截止 2021 年 8 月 31 日

1.2 基金持仓

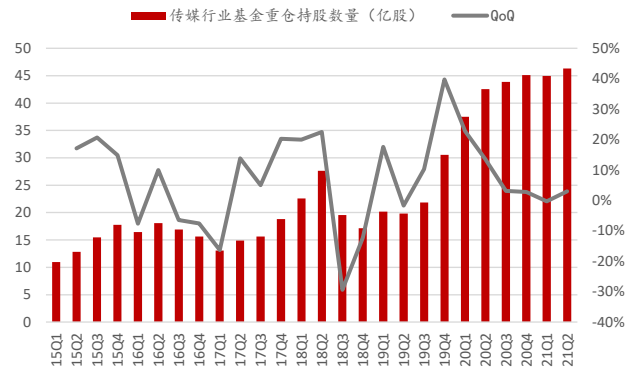
传媒行业重仓持股数量及市值环比同步回升，集中度呈提升趋势。2021Q2，公募基金重仓 53 家传媒公司，环比减少 2 家，其中新进、增持、减持公司数量分别为 11 家（环比+1），23 家（环比-2）和 19 家（环比+1）；从持股数量来看，二季度基金重仓持股 46.31 亿股，环比增加 3%；从重仓市值来看，二季度基金重仓总市值 1088.22 亿元，环比增加 25.8%。

图表6：传媒行业基金重仓总市值及增速



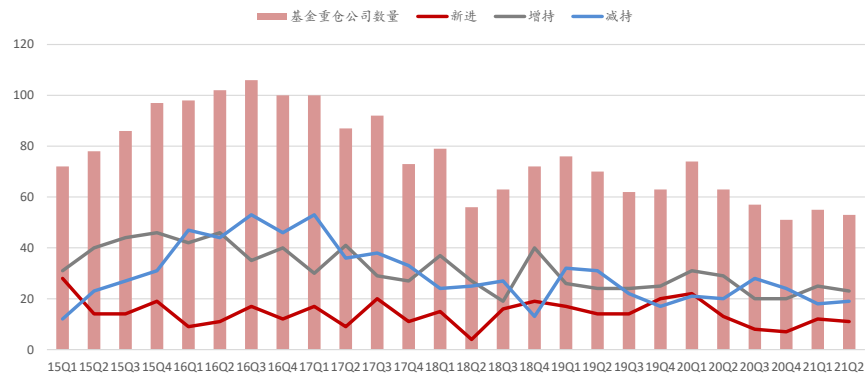
来源：Wind，国联证券研究所

图表7：传媒行业基金重仓持股数量变化



来源：Wind，国联证券研究所

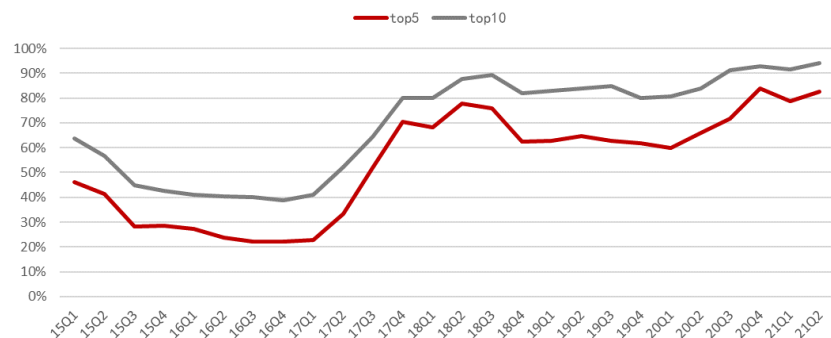
图表8：传媒行业基金重仓公司数量



来源：Wind，国联证券研究所

从重仓个股市值集中度来看，21Q1，基金重仓市值排名前十的公司分别为东方财富、分众传媒、芒果超媒、视源股份、科大讯飞、吉比特、中公教育、完美世界、三七互娱和国联股份，top5 市值占比 82.53%，环比增长 3.76pct；top10 市值占比 94.21%，环比增长 2.76pct。

图表9：传媒行业基金持仓集中度不断上升

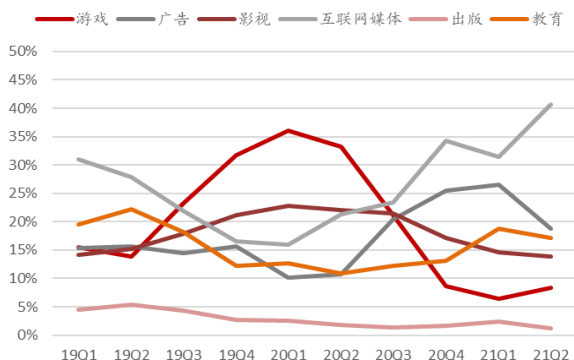


来源：Wind，国联证券研究所

互联网媒体、游戏板块配置比例环比上升，互联网、游戏、教育获基金调入。截至 21Q2，互联网媒体、广告、教育、影视、游戏、出版重仓市值占比分别为 40.7%、18.7%、17.1%、13.9%、8.3%和 1.2%，其中互联网媒体、游戏配置比例环比上升 9.3pct、

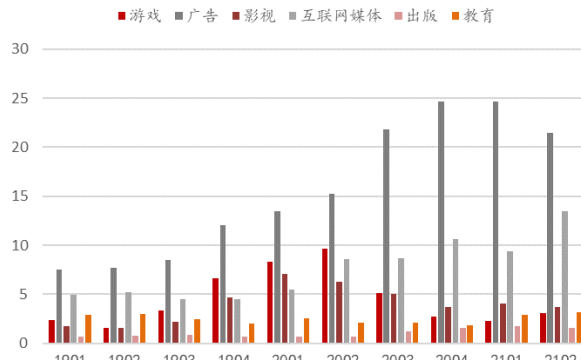
1.9pct, 广告、教育、影视、出版配置比例环比下滑 7.8pct、1.7 pct、0.7 pct 和 1.1 pct。从持股数量来看, 游戏、互联网媒体、教育板块持股数量分别环比增长 0.83 亿股、4.06 亿股和 0.2 亿股, 广告、影视、出版板块持股数量分别环比减少 3.25 亿股、0.35 亿股和 0.16 亿股。

图表 10: 分板块基金重仓市值占比



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 11: 分板块基金重仓持股数量 (亿股)



来源: Wind, 国联证券研究所

基金重仓调入板块: 互联网、游戏、教育。

互联网板块: 基金重仓 11 家公司(环比+2), 6 家公司获增持, 分别为东方财富、新媒股份、歌华有线 (新进)、东方明珠、江苏有线 (新进)、国联股份; 5 家公司遭减持, 分别为视觉中国、天威视讯、值得买、号百控股和掌阅科技。板块持股总量 13.42 亿股, 环比增长 43.4%, 重仓总市值 442.75 亿元, 环比增长 63.1%。

游戏板块: 基金重仓 10 家公司(环比-2), 其中 9 家获增持, 分别为游族网络、三七互娱、巨人网络、世纪华通、完美世界、神州泰岳、掌趣科技 (新进)、汤姆猫 (新进)、吉比特, 昆仑万维遭减持。板块持股总量 3.07 亿股, 环比增长 37.2%, 重仓总市值 90.24 亿元, 环比增长 64.1%。

教育板块: 基金重仓 8 家公司(环比持平), 其中 6 家获增持, 分别为科大讯飞、中公教育、视源股份、国新文化 (新进)、东方时尚 (新进) 和行动教育 (新进); 学大教育、盛通股份遭减持。板块持股总量 3.12 亿股, 环比增长 6.9%, 重仓总市值 186.33 亿元, 环比增长 14.4%。

基金重仓调出板块: 广告、影视、出版。

广告板块: 基金重仓 9 家公司(环比+1), 其中 6 家获增持, 分别为利欧股份、星期六、紫天科技、天下秀、华扬联众 (新进)、三人行 (新进); 分众传媒、蓝色光标等遭减持。板块持股总量 21.44 亿股, 环比下降 13.1%, 重仓总市值 203.95 亿元, 环比下降 11.2%。

影视板块: 基金重仓 9 家公司(环比+1), 其中 7 家获增持, 分别为奥飞娱乐 (新进)、华策影视、捷成股份 (新进)、芒果超媒、中国电影、上海电影、横店影视; 万达电影、光线传媒遭减持。板块持股总量 3.66 亿股, 环比下降 8.8%, 重仓总市值 151.4 亿元, 环比增长 19.7%。

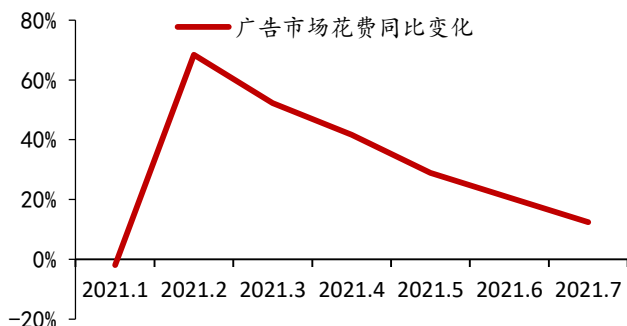
出版板块：基金重仓 6 家公司(环比-4)，分别为中信出版、中文传媒、中南传媒、凤凰传媒、中国出版、新经典，21Q2 环比均遭减持。

2. 广告营销行业：低基数下增速可观，梯媒继续维持高增长

2.1 板块回顾

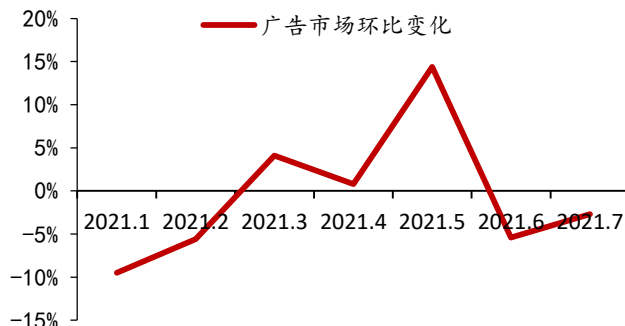
受去年疫情下低基数影响，今年上半年中国广告市场花费出现恢复性增长，除 1 月同比下降 2% 外，2-7 月广告花费分别同比上升 68.4%、52.3%、41.7%、28.9%、20.7% 和 12.4%，连续六个月同比上涨，但增速逐渐下滑；从环比数据来看，今年 3 月、4 月、5 月广告费用连续三月环比上升，其中 5 月因节假日环比上升最高；6 月 7 月在以往是暑期的课外培训投放高峰期，今年受教育双减政策影响而出现结构性环比下滑。

图表 12：2021 年中国广告市场花费同比变化



来源：CTR 媒介智讯，国联证券研究所

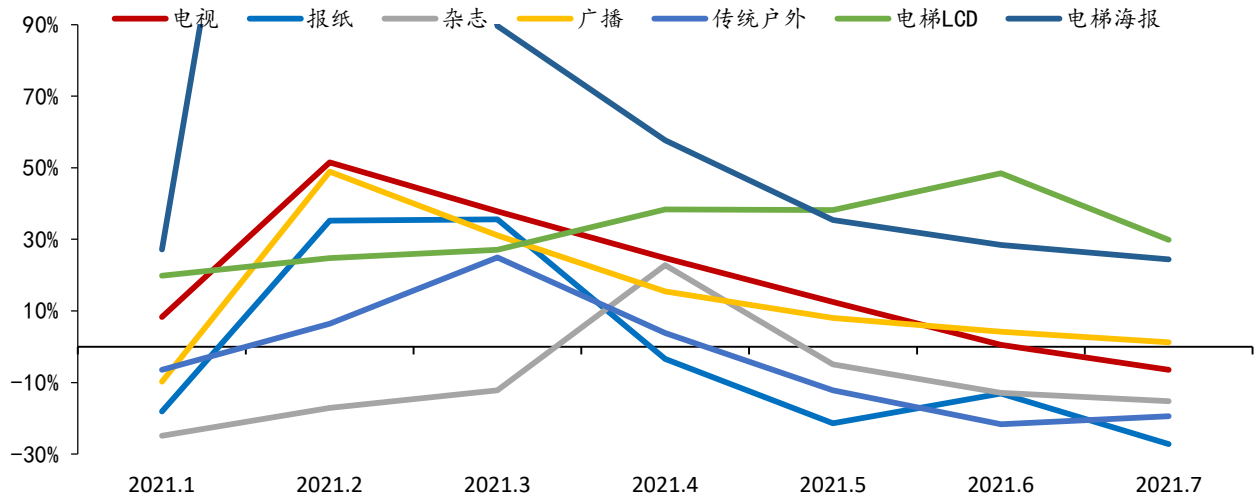
图表 13：2021 年中国广告市场花费环比变化



来源：CTR 媒介智讯，国联证券研究所

细分广告投放渠道看，上半年报纸、杂志和传统户外广告出现了较高的同比下滑，而梯媒因其高频次、高受众层等优点，上半年仍延续高速增长态势，1-7 月每月同比增速均超过 20%，其中电梯海报因 2020 年低基数影响，1-4 月费用增长率高于电梯 LCD；5-7 月电梯 LCD 增速已超过海报增速，未来梯媒的全面数字化转型有望为行业带来新一轮降本增效；从具体广告投放行业来看，梯媒中 IT、商业服务、通信、食品饮料等广告费用同比呈现较高增长，展望下半年，饮料、啤酒等行业广告业务将开始发力。

图表 14：2020-2021Q1 各投放渠道广告刊例花费同比变化（电梯海报，2 月数据为 301.9%）



来源: CTR 媒介智讯, 国联证券研究所

品牌广告市场将持续增长, 关注覆盖主流人群的头部广告商。近年来随着电商、社区团购等消费渠道方式增加, 大量卖家涌入使消费者选择日益繁多, 同时也导致了效果广告成本持续升高, 我们认为未来广告厂商的核心价值将在于其品牌增值能力, 建议持续关注覆盖头部消费者人群的广告公司, 以及拥有头部红人的 MCN 机构。

2.2 板块标的财务数据

2021 年上半年, A 股广告营销板块 38 家上市公司合计实现营收 950.38 亿元, 同比增长 20.1%; 实现归母净利润 56.67 亿元, 同比增长 248.51%; 整体毛利率 13.99%, 同比下降了 1.48 个百分点; 整体净利率为 6.02%, 同比上升了 3.78 个百分点。

图表 15: 广告营销板块公司 2021 年上半年财务情况

证券代码	证券简称	营业收入 (亿元)	营收同比 (%)	归母净利润 (亿元)	归母净利润同比 (%)	毛利率 (%)	毛利变化 (pct)	净利率 (%)	净利变化 (pct)	EPS (元)
002027.SZ	分众传媒	73.27	58.90	29.00	252.23	65.88	15.04	39.79	22.07	0.20
002131.SZ	利欧股份	91.59	24.50	9.34	257.18	7.01	-1.27	10.18	6.61	0.14
300058.SZ	蓝色光标	221.13	27.27	5.76	76.41	6.51	-0.45	2.59	0.66	0.23
000676.SZ	智度股份	35.41	-40.73	2.25	400.01	8.75	3.80	6.36	8.27	0.18
600556.SH	天下秀	21.51	62.89	2.12	56.08	23.30	-2.11	9.59	-0.67	0.12
300280.SZ	紫天科技	9.29	79.74	2.00	344.28	28.72	8.60	21.58	11.84	1.24
605168.SH	三人行	14.03	22.09	1.67	62.47	18.74	2.62	11.89	2.96	2.40
600986.SH	浙文互联	67.82	49.40	1.33	139.52	5.96	-2.55	2.00	0.74	0.10
002400.SZ	省广集团	55.32	8.65	0.81	72.84	8.98	-0.74	1.45	0.23	0.05
603825.SH	华扬联众	55.04	15.07	0.80	21.04	11.52	0.18	1.41	0.12	0.35
300063.SZ	天龙集团	53.98	9.67	0.74	8.40	6.34	0.92	1.54	0.13	0.10
300269.SZ	ST 联建	5.02	-15.02	0.72	153.46	25.58	-2.04	14.42	37.25	0.13
002878.SZ	元隆雅图	9.32	9.81	0.57	-16.69	21.49	-1.25	7.46	-2.05	0.26
000607.SZ	华媒控股	8.79	32.52	0.56	435.78	21.65	3.68	6.23	10.31	0.06
300766.SZ	每日互动	2.68	15.84	0.56	1.36	62.13	-3.89	22.92	-1.84	0.14
002247.SZ	聚力文化	5.63	45.83	0.51	-64.14	22.97	-3.04	8.96	-27.31	0.06

300343.SZ	联创股份	7.32	-22.70	0.47	180.62	20.08	11.14	7.69	14.57	0.04
002995.SZ	天地在线	21.53	77.22	0.42	25.65	4.75	-2.62	1.95	-0.80	0.46
300242.SZ	佳云科技	38.97	18.84	0.38	860.94	4.73	0.25	1.25	0.99	0.06
002712.SZ	思美传媒	23.59	51.90	0.34	-15.63	7.00	-2.41	1.61	-1.13	0.06
300781.SZ	国赛集团	4.53	222.02	0.32	81.40	24.88	-15.37	10.16	-2.19	0.29
002137.SZ	实益达	4.38	-13.20	0.29	-32.86	16.76	-2.95	6.07	-3.27	0.05
603598.SH	引力传媒	26.90	36.60	0.23	-17.00	4.52	-0.81	0.85	-0.55	0.08
002591.SZ	恒大高新	2.63	49.95	0.20	-34.59	24.93	-21.65	7.64	-9.64	0.07
002103.SZ	广博股份	14.33	31.85	0.15	208.47	12.01	-3.34	1.03	2.21	0.03
600358.SH	国旅联合	3.49	61.74	0.12	151.69	3.75	-5.26	2.49	-0.75	0.02
002188.SZ	*ST 巴士	0.97	42.63	0.08	9269.06	17.53	-70.54	7.73	-154.07	0.03
603729.SH	ST 龙韵	4.55	49.49	0.08	36.95	8.50	-2.37	1.69	-0.09	0.09
300805.SZ	电声股份	14.21	7.84	0.01	-98.69	13.69	-2.65	0.04	-3.45	0.00
300612.SZ	宣亚国际	3.64	117.87	-0.04	84.57	19.22	-9.42	-1.82	12.83	-0.02
600088.SH	中视传媒	4.28	51.62	-0.04	92.89	5.30	24.83	-1.45	20.15	-0.01
300061.SZ	旗天科技	5.34	-3.34	-0.15	88.15	39.48	-9.73	-2.80	21.68	-0.02
600242.SH	ST 中昌	3.83	-18.32	-0.29	-17905.6	8.47	-4.21	-7.48	-7.39	-0.06
300392.SZ	腾信股份	2.81	-53.00	-0.41	-342.62	0.91	-4.78	-14.58	-12.43	-0.11
300071.SZ	*ST 嘉信	5.33	25.17	-0.58	22.89	29.59	-5.51	-10.81	6.83	-0.09
002291.SZ	星期六	10.17	11.17	-0.59	43.07	25.13	-4.16	-5.61	6.12	-0.08
300336.SZ	新文化	0.87	-59.15	-0.93	5.15	5.79	20.69	-109.7	-61.72	-0.12
300038.SZ	*ST 数知	16.88	-28.89	-2.14	-249.85	10.86	-5.79	-12.81	-18.73	-0.18

来源: Wind, 国联证券研究所

2.3 重点关注标的

➤ 分众传媒 (002027.SZ): 点位优化见成效, 客户结构持续优化

因去年上半年广告行业低基数影响, 公司 2021 年上半年实现营业收入 73.27 亿元, 同比增长 58.9%; 归母净利润 29 亿元, 同比增长 252.2%再创新高。2021 年公司业绩增长主要来源于楼宇媒体业务, 营收同比增长 49.7%; 影院媒体广告收入同比增长 349%, 虽高增但未达到 2019 年水平, 目前仍处于亏损状态。公司点位优化效果显著, 2021 年上半年毛利率 65.88%相比同期提升 15 个百分点; 管理费用从 7.9%下降至 3.4%, 主要因去年同期计提优化运维人员补偿金 1 亿元所致。公司预计三季度将继续维持增长, 1-9 月净利润预计达到 43.8~45.3 亿元, 同比增长 99%~106%。

2021 年上半年公司客户结构中快消品占比约 42.6%, 互联网客户占比 35.5%, 且均以天猫京东等大客户为主。截至 2021 年 7 月末, 公司电梯智能屏约 75.6 万台, 电梯海报约 170.8 万个, 覆盖国内 106 个城市, 点位增长主要以一线城市周边以及二线城市为主。

➤ 星期六: 商业模式持续迭代, 继续深耕直播电商产业链

2021 上半年, 公司实现营收 10.17 亿元, 同增 11.17%, 实现归母净利润/扣非归母净利润-0.59/-0.73 亿元, 亏损同比缩窄 43.07%/29.19%, 剔除上半年股权激励摊销费用之后的归母净利润为-0.23 亿元。分业务来看, 互联网广告业务实现营收 7.77

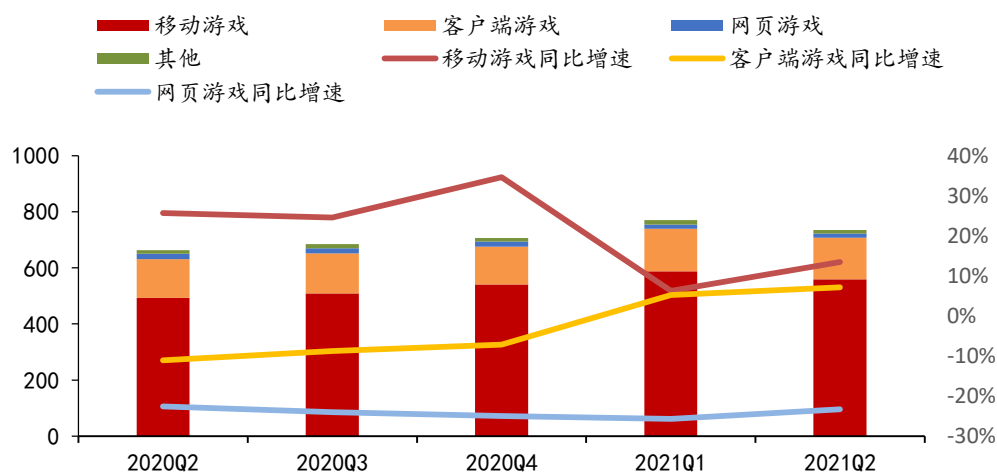
亿元，同增 52.14%，服装鞋类业务实现营收 2.33 亿元，同比下降 29.73%。

3. 游戏板块：未成年新政落地，关注优质内容及出海机会

3.1. 板块回顾

2021 年上半年国内游戏市场实际销售收入 1504.93 亿元，同比增长 7.89%，其中移动游戏收入 1147.72 亿元，同比增长 9.65%；客户端游戏 298.89 亿元，同比增长 6.16%；网页端游戏收入 30.21 亿元，同比下降 24.51%。2021 年第二季度移动游戏同比增速放缓但环比上升，由于受众范围广且便于操作，预计未来几年内移动游戏仍为国内游戏市场主要增量来源。

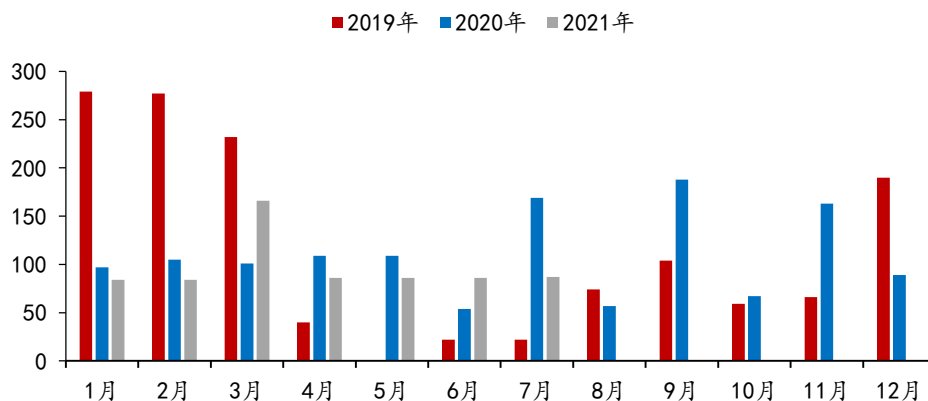
图表 16：2020Q2-2021Q2 各类型游戏收入（亿元）及同比增速（右轴）



来源：伽马数据，国联证券研究所

截至 8 月 31 日，今年共有 7 批次游戏版号下发，共计 679 款游戏获得版号，去年同期数量为 744 款。版号发放频次和数量已经基本稳定在每月一次，每次 86-87 款左右。过审游戏中共有 266 款为益智休闲类游戏，占比 39%，去年同期占比为 44%。目前共有两批次进口游戏过审，共计 109 款游戏，去年同期为 27 款。

图表 17：各月国内游戏版号审批数量



来源：国家新闻出版署，国联证券研究所

未成年防沉迷新举措出台,优质内容和出海仍为游戏行业发展方向。8月30日,国家新闻出版署发布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,要求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20时至21时向未成年人(未满18周岁)提供1小时网络游戏服务,同时严格落实网络游戏实名注册和登陆要求。根据各大公司披露数据,2021年Q2腾讯游戏中来自16岁以下玩家的流水占比为2.6%,而其余游戏大厂如网易、盛趣游戏、中手游等未成年玩家收入占比均不足1%,因此短期看政策落地对行业不造成巨大冲击。我们认为,在政策监管趋严,渠道分发竞争加剧的大背景下,未来优质内容、游戏出海仍为游戏行业的主要发展路径,建议关注相关机会。

3.2. 板块标的财务数据

2021年上半年,A股游戏板块37家上市公司合计实现营收404.23亿元,同比减少5.64%;实现归母净利润86.54亿元,同比减少23.06%;整体毛利率64.23%,同比下降了1.31个百分点;整体净利率为22.93%,同比下降了5.88个百分点。

图表18: 游戏板块公司2021年上半年财务情况

证券代码	证券简称	营业收入 (亿元)	营收同比 (%)	归母净利润 (亿元)	归母净利润 同比(%)	毛利率 (%)	毛利变化 (pct)	净利率 (%)	净利变化 (pct)	EPS (元)
002602.SZ	世纪华通	73.10	-5.90	24.50	52.88	58.08	3.75	35.18	14.32	0.33
300418.SZ	昆仑万维	23.02	-29.83	9.99	-72.57	65.78	-15.95	50.49	-162.71	0.85
603444.SH	吉比特	23.87	69.41	9.01	63.77	81.90	-7.46	44.09	-7.17	12.54
002555.SZ	三七互娱	75.39	-5.63	8.54	-49.77	85.14	-4.05	11.19	-12.38	0.39
002558.SZ	巨人网络	10.36	-15.29	5.74	8.95	86.58	0.24	55.10	11.46	0.30
002445.SZ	中南文化	1.99	30.89	4.18	201.25	20.62	18.16	210.66	482.56	0.17
300459.SZ	汤姆猫	9.17	-2.47	4.12	-17.58	84.26	-7.16	44.97	-10.43	0.12
600633.SH	浙数文化	14.75	-20.79	2.87	-20.74	74.18	2.70	22.04	-4.48	0.23
002517.SZ	恺英网络	9.88	21.65	2.77	451.33	75.06	9.10	37.43	29.37	0.13
002174.SZ	游族网络	17.67	-29.79	2.63	-46.86	37.72	-1.05	14.85	-4.86	0.29
002624.SZ	完美世界	42.07	-18.22	2.58	-79.72	54.82	-5.95	4.40	-20.02	0.13
300031.SZ	宝通科技	13.34	1.63	2.49	5.77	44.37	-15.90	19.07	0.65	0.65
002425.SZ	凯撒文化	4.70	53.94	2.12	80.60	69.13	-4.73	45.26	6.77	0.23
603258.SH	电魂网络	5.08	7.02	2.08	-0.94	84.13	-2.50	42.89	-2.60	0.86
300315.SZ	掌趣科技	8.19	-11.56	1.87	-57.81	72.54	-2.89	22.83	-24.83	0.07
600226.SH	ST瀚叶	3.28	0.19	1.77	16.91	22.22	-7.46	54.11	7.93	0.06
300002.SZ	神州泰岳	19.73	52.23	1.54	76.36	62.54	-1.63	7.20	1.45	0.08
300518.SZ	盛讯达	1.94	120.69	1.32	121.62	88.92	49.08	92.29	35.53	1.30
300494.SZ	盛天网络	6.20	38.89	0.70	80.66	22.60	0.00	11.28	-1.07	0.29
300113.SZ	顺网科技	5.00	14.51	0.70	35.43	65.93	-2.82	17.40	1.39	0.10
300148.SZ	天舟文化	2.65	-29.78	0.45	6.56	53.37	8.46	16.10	5.94	0.05
002354.SZ	天神娱乐	6.25	30.47	0.43	123.70	29.76	-15.81	8.52	42.87	0.03
300467.SZ	迅游科技	2.57	4.88	0.32	-9.05	73.44	2.99	34.95	7.59	0.16
002113.SZ	ST天润	2.26	-20.21	0.26	-21.86	19.22	-8.36	11.04	-0.72	0.02
300299.SZ	富春股份	1.97	-7.61	0.18	1.70	53.83	7.31	9.64	1.97	0.03
300052.SZ	中青宝	1.64	25.09	0.12	30.31	50.44	3.12	10.11	4.10	0.04

600892.SH	大晟文化	1.11	-47.29	0.08	-77.16	95.09	45.47	9.38	-9.25	0.01
300533.SZ	冰川网络	2.19	6.06	0.07	-92.87	89.95	-3.89	3.79	-45.00	0.04
300051.SZ	ST 三五	0.98	-17.12	-0.02	63.63	49.66	2.62	-3.07	3.50	-0.01
600652.SH	*ST 游久	0.06	-28.62	-0.03	-166.52	48.66	-34.98	-43.68	-90.54	0.00
002447.SZ	*ST 晨鑫	0.88	595.62	-0.13	-335.62	20.48	-15.47	-10.64	-26.70	-0.01
002619.SZ	*ST 艾格	0.36	-77.20	-0.45	-221.19	87.82	33.42	-126.24	-149.12	-0.02
002168.SZ	惠程科技	1.54	-69.93	-0.74	-325.60	53.37	-15.02	-53.75	-63.98	-0.09
000835.SZ	*ST 长动	0.01	-82.33	-0.85	-106.22	-209.2	-221.74	-7009	-6408.4	-0.26
600715.SH	文投控股	4.44	127.91	-1.11	76.78	14.65	164.88	-25.94	225.14	-0.06
002464.SZ	*ST 众应	1.30	4.99	-1.57	-591.56	78.41	3.20	-120.96	-102.59	-0.30
300043.SZ	星辉娱乐	5.30	-37.47	-1.97	-348.28	5.10	-27.17	-37.46	-32.21	-0.16

来源：Wind，国联证券研究所

3.3. 重点关注标的

➤ 完美世界 (002624.SZ)：上半年业绩承压，关注公司品类扩张成效。

公司 2021 年上半年公司实现营业收入 42.07 亿元，同比下降 18.22%；实现归母净利润 2.58 亿元，同比下降 79.72%；其中游戏业务营收 34.09 亿元，净利润 2.23 亿元，同比下降 80.71%，主要为公司关停海外游戏业务产生约 2.7 亿的一次性亏损、前期推广费用确认、个别买量策略失误等因素叠加导致业绩不及预期。影视业务方面，公司继续落实去库存战略，上半年实现收入 7.29 亿元，同比下滑 7.14%。公司于 6 月 25 日上线的《梦幻新诛仙》采用了高自由度画质+回合制 RPG 类型，玩家忠诚度较高，游戏在八月初进行了 IP 联动和版本更新，目前仍保持在游戏畅销榜 10 名左右位置，未来有望实现长线运营；展望下半年，公司自研产品《幻塔》(开放世界+MMO)已在 7 月完成三测，目前官网预约近千万人，产品潜力值得期待；其余产品有包括解谜类《黑猫奇闻社》、卡牌 RPG 类《一拳超人：世界》、传统 PC 端 MMO《新诛仙世界》等，上线后有望增厚公司业绩。

未来公司产品储备如《幻塔》、《一拳超人》等不同类型的泛二次元题材游戏数量明显增多，产品矩阵逐渐向多元化、年轻化发展。公司在品牌升级创新过程中存在短期业绩压力，但长期来看，公司拥有近 30 年游戏研发运营经验，在内容以及核心技术沉淀上较为深厚，未来公司将围绕 MMO+X，卡牌+X 两大品类布局，拓展公司目标用户群体，打开业绩增长空间。

➤ 吉比特 (603444.SH)：坚持精品差异化战略，输出爆款产品能力强。

公司 2021 年上半年实现营收 23.87 亿元，同比增长 69.4%；归母净利润 9.01 亿元，同比增长 63.8%，业绩增长主要由《一念逍遥》，PC《鬼谷八荒》以及《摩尔庄园》等提供。公司毛利率 81.9%较去年同期下降了 7.5 个百分点，主要因为会计准则调整，代理游戏分成将直接计入成本；此外，非经常损益中公司确认了 1.67 亿元投资收益，主要因转让青瓷数码股权获得。期间费用方面，公司坚持以产品差异化为核心，上半年研发费用 3.25 亿元，研发费用率 13.6%和去年基本持平；全年销售费用 5.51 亿元，销售费用率 23.07%大幅增长，主要因新游在年中上线产生的一次性推广费用。

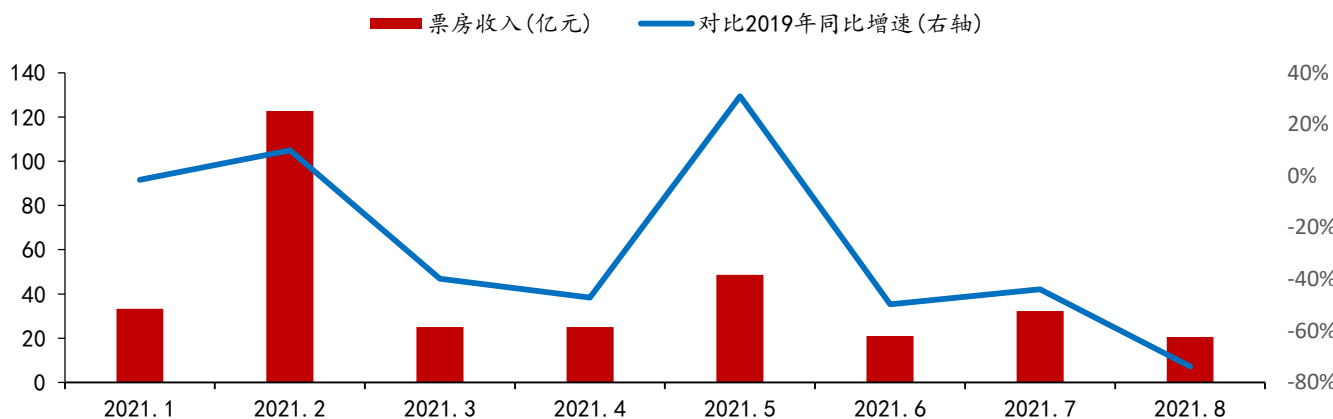
公司在产品和营销两端均坚持差异化精品路线,上半年《一念逍遥》、《摩尔庄园》表现亮眼,成为了今年修仙类和休闲类游戏爆款;其中《摩尔庄园》作为国民级 IP,公司采用了更注重品牌 IP 的营销方式,以“怀旧+社交”为主要卖点在各大流量平台持续曝光游戏设定玩法,以形成独有的 UGC 内容,从而形成产品自传播效应,游戏上线后第二天即冲上畅销榜第二,并在前十维持了近一个月时间。展望全年,公司拳头产品《问道》手游持续贡献稳定流水,公司将继续聚焦擅长的 MMO、SLG 及放置挂机品类,后续产品储备包括《复苏的魔女》、《地下城堡 3》、《石油大亨》、《精灵魔塔》等,游戏上线后将继续增厚公司利润。

4. 影视板块：疫情反复下档期效应明显，关注国庆档主旋律影片机会

4.1. 板块回顾

疫情反复，电影票房呈前高后低走势。根据猫眼数据，2021 年 1-8 月，中国实现票房收入 328.44 亿元，2019 年同期为 449.17 亿元，相比 2019 年下滑 26.9%。2021 年第一季度，在限座政策仍未完全放开的情况下，国内票房收入 181.01 亿元，同比增长 707.4%，相比 2019 年仅下滑了 3 个百分点；到 2、3 季度，一方面因疫情反弹，同时国内电影大作断档，导致国内电影市场逐渐回落，3、4、6、7、8 月票房均低于 19 年水平。

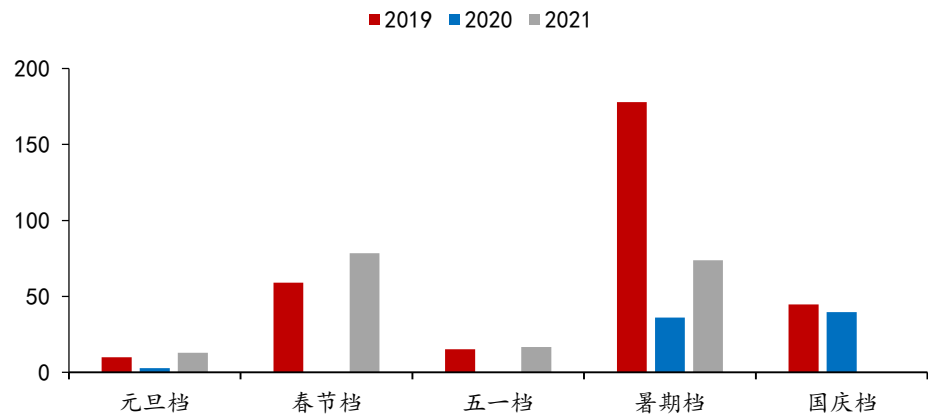
图表 19：2021 年 1 月-8 月票房收入（含服务费）



来源：猫眼专业版，国联证券研究所

档期效应明显，关注国庆档重点影片票房收入。从重要档期票房收入来看，2021 年元旦档收入 13.03 亿元、春节档收入 78.41 亿元、五一档收入 16.73 亿元均创下新高，仅有暑期档因疫情和档期空缺等原因低于 2019 年水平。我们认为目前国内群众日常观影热情仍因疫情原因有所减少，国内票房收入将主要集中在重要档期中释放，当前国庆档定档中有多部主旋律影片，包括《我和我的父辈》、《长津湖》等，建议关注相关投资机会。

图表 20：重要档期票房收入对比(亿元)



来源：猫眼专业版，国联证券研究所

4.2. 板块标的财务数据

2021 年上半年，A 股影视板块 23 家上市公司合计实现营收 297.99 亿元，同比增长 113.5%；实现归母净利润 35.82 亿元，同比增长 252.95%；整体毛利率 31.84%，同比上升了 12.92 个百分点；整体净利率为 12.16%，同比上升了 30.35 个百分点。

图表 21：影视板块公司 2021 年上半年财务情况

证券代码	证券简称	营业收入 (亿元)	营收同比 (%)	归母净利润 (亿元)	归母净利润同比 (%)	毛利率 (%)	毛利变化 (pct)	净利率 (%)	净利变化 (pct)	EPS (元)
300413.SZ	芒果超媒	78.53	36.02	14.51	31.52	37.76	1.17	18.48	-0.62	0.82
002739.SZ	万达电影	70.34	256.64	6.39	140.77	33.33	80.26	9.23	89.25	0.29
300251.SZ	光线传媒	7.55	191.37	4.85	2255.45	50.43	17.41	64.02	56.44	0.17
600977.SH	中国电影	30.12	553.23	3.05	160.77	22.43	92.11	10.52	143.07	0.16
300182.SZ	捷成股份	18.58	40.41	3.03	137.14	27.77	-3.64	16.97	7.37	0.12
300133.SZ	华策影视	22.13	98.77	2.34	58.71	26.60	-7.76	11.26	-1.41	0.13
603103.SH	横店影视	14.76	1239.73	2.01	167.41	26.66	386.66	13.63	325.96	0.32
300027.SZ	华谊兄弟	5.79	78.37	1.06	145.75	39.64	17.09	20.33	95.92	0.04
601595.SH	上海电影	3.91	583.81	0.33	113.92	20.56	309.62	6.92	461.19	0.07
002699.SZ	美盛文化	5.13	6.81	0.26	43.72	16.11	-4.24	4.82	1.30	0.03
002343.SZ	慈文传媒	3.91	554.64	0.14	327.59	15.53	-63.75	3.47	20.87	0.03
000892.SZ	欢瑞世纪	0.62	143.29	0.11	109.21	63.80	53.47	18.41	504.78	0.01
600576.SH	祥源文化	1.04	-16.76	0.10	67.02	59.03	39.57	8.56	6.77	0.02
300291.SZ	华录百纳	4.30	755.04	0.08	-82.72	6.87	-16.29	1.52	-93.65	0.01
603721.SH	中广天择	1.17	18.12	0.08	300.02	26.98	7.62	7.08	11.26	0.06
002292.SZ	奥飞娱乐	13.18	21.10	0.05	110.37	35.74	-0.66	1.00	5.14	0.00
002502.SZ	鼎龙文化	2.26	-16.59	0.01	-98.10	23.75	4.17	1.51	-7.96	0.00
000673.SZ	*ST 当代	0.87	71.20	-0.08	86.16	23.17	16.58	-14.90	98.36	-0.01
600052.SH	浙江广厦	0.26	32.07	-0.19	78.11	40.36	3.07	-71.72	360.91	-0.02
300528.SZ	幸福蓝海	4.44	388.56	-0.37	83.50	61.77	9.20	-9.48	249.62	-0.10
000802.SZ	ST 北文	0.22	281.79	-0.45	29.92	27.49	-48.87	-217.4	960.62	-0.06
002905.SZ	金逸影视	7.62	1024.83	-0.70	77.55	16.75	388.93	-9.18	458.88	-0.19
300426.SZ	唐德影视	1.30	-0.78	-0.79	-11.69	35.16	8.29	-66.97	-9.37	-0.19

来源: Wind, 国联证券研究所

4.3. 重点关注标的

➤ **光线传媒：低成本高回报作品获得成功，动画电影制作进度稳步推进。**

2021 年上半年公司实现营收 7.55 亿元，同比增长 191.4%；归母净利润 4.85 亿元，同比增长 2255.5%；公司上半年毛利率 50.43%，同比上升 17 个百分点，主要因《人潮汹涌》、《你的婚礼》等电影获得票房成功。分业务看，公司电影业务收入 6.57 亿元，同比增长 616%；电视剧收入 0.58 亿元，同比下降 62%；经纪及其他收入 0.4 亿元，同比增长 176.3%；另外，公司上半年按权益法确认了共 1.57 亿元的投资收益。

➤ **芒果超媒：业绩稳健增长，定增完成加强内容竞争力**

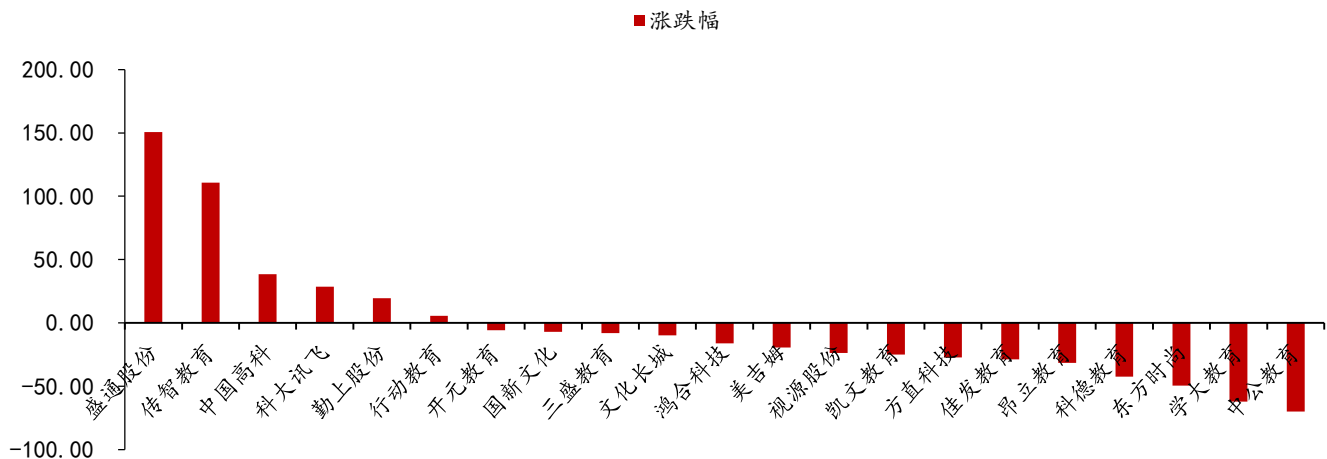
2021 年上半年，公司实现营收 78.53 亿元，同增 36.02%，归母净利润 14.51 亿元，同增 31.52%；毛利率 37.76%，同增 1.17pct，销售/管理/研发/财务费用率分别为 14.32%/3.96%/1.56%/-0.55%，同比变动+0.19pct/-0.69pct/+0.64pct/-0.06pct，费用控制良好，报告期公司经营性现金流大幅改善，同比增长近 34 倍至 4.02 亿元。

上半年公司流媒体业务实现 58.98 亿元的收入，同增 49%，其中广告业务、会员业务、运营商业收入分别为 31.42 亿元、17.45 亿元以及 10.11 亿元，同增 75%、23%以及 39%。目前芒果 TV 拥有 20 个综艺自制团队，此外拥有 24 个影视制作团队和 30 家“新芒计划”战略工作室。报告期内，公司上线《乘风破浪的姐姐 2》、《密室大逃脱 3》、《妻子的浪漫旅行 5》、《明星大侦探 6》等 IP 综艺。8 月 12 日公司发布公告完成 45 亿募资的非公开发行，主要用于版权库扩建，公司计划未来两年内完成 6 部 S 级影视剧，11 部 A 级影视剧自制或定制，18 部 S 级综艺制作。

5. 教育板块：“双减政策”出台对板块造成较大影响

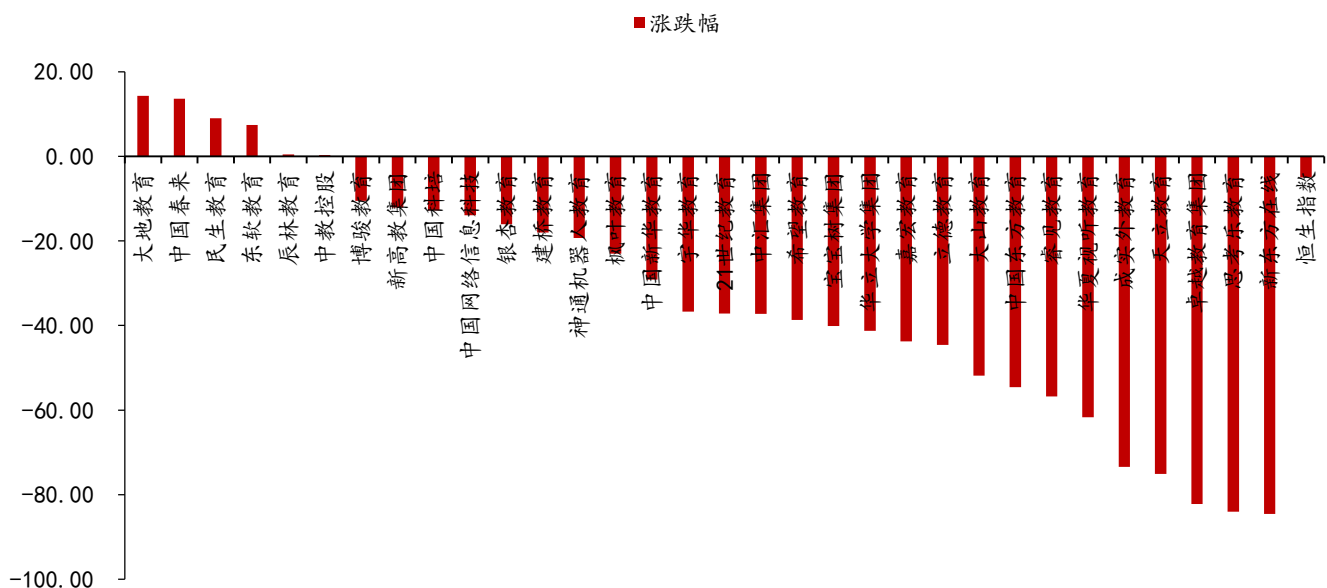
年初以来除部分个股实现上涨外，大部分教育个股录得较大跌幅。今年 2 月份左右，陆续有媒体发布教育政策监管收紧消息，教育板块股价对此有所反应，开始出现调整；3 月份两会释放严监管信号；3.31 的国务院新闻发布会提出今年将校外培训现象治理列为重点工作；5.21 的中央全面深化改革委员会通过“双减”政策；6.15 全国校外教育培训监管司成立，后续以北京、广州为代表的一线城市纷纷出台响应“双减”政策的具体措施；7.24 国务院正式公布“双减”意见。监管靴子落地速度和力度超出市场预期，教育板块股价屡遭重创。在线及信息技术教育板块由于与学科培训机构主营业务差异较大，本次政策收紧背景下个股没有受到明显影响，盛通股份、传智教育等实现涨幅较大。

图表 22: A 股教育公司 2021/01/01-2021/08/31 涨跌幅 (%)



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 23: 港股教育公司 2021/01/01-2021/08/31 涨跌幅 (%)



来源: Wind, 国联证券研究所

教育板块中, 2021 中报显示持有中公教育的基金数量最多为 443 家, 持股总市值为 66 亿元; 持有传智教育的基金数量为 67 家, 持股总市值为 1.21 亿元; 持有中教控股的基金数量为 38 家, 持股总市值为 9.91 亿元。学大教育、豆神教育、佳发教育、凯文教育等学科培训机构持股数量减少。

图表 24: 2021H1 教育板块机构持仓情况

股票名称	持有基金数	持有公司家数	持股总量(万股)	半年度持股变动(万股)	持股占流通股比(%)	持股总市值(万元)	持股市值占基金净值比(%)	持股市值占基金股票投资市值比(%)
中公教育	443	87	31,977.18	16,277.85	19.47	661,261.17	0.0290	0.11
传智教育	67	24	385.99	385.99	9.59	12,139.32	0.0005	0.00

中教控股	38	21	6,882.63	5,877.43	3.03	99,187.93	0.0044	0.02
希望教育	32	15	38,867.55	14,378.55	4.87	60,536.03	0.0027	0.01
中国科培	10	4	4,950.40	2,322.58	2.46	23,067.12	0.0010	0.00
学大教育	30	8	1,228.54	-72.21	12.77	31,648.53	0.0014	0.01
行动教育	215	47	567.63	567.63	26.91	31,940.35	0.0014	0.01
豆神教育	74	39	1,225.43	-13,460.30	1.65	6,948.19	0.0003	0.00
宇华教育	50	24	26,567.68	11,073.77	7.92	155,410.04	0.0068	0.02
中国东方教育	38	14	15,877.20	6,489.95	7.21	161,171.76	0.0071	0.03
佳发教育	23	18	117.81	-1,461.26	0.39	1,033.20	0.0000	0.00
科德教育	11	8	685.01	98.52	3.50	6,767.86	0.0003	0.00
天立教育	8	3	3,306.40	831.50	1.53	8,116.01	0.0004	0.00
华夏视听教育	8	5	1,307.70	1,307.70	0.79	5,874.84	0.0003	0.00
昂立教育	8	5	31.60	31.55	0.11	383.31	0.0000	0.00
凯文教育	4	3	233.74	-739.09	0.40	860.16	0.0000	0.00
开元教育	3	3	14.23	8.72	0.05	72.72	0.0000	0.00
三盛教育	1	1	0.07	-0.03	0.00	0.31	0.0000	0.00
全通教育	1	1	16.67	3.54	0.03	102.35	0.0000	0.00

来源: Wind, 国联证券研究所

5.1. 板块回顾

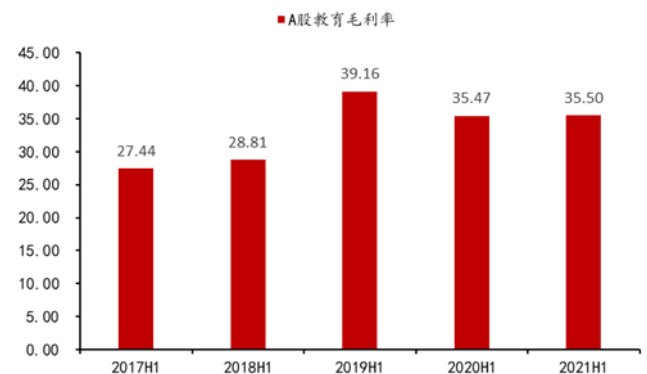
疫情影响逐渐消散，A股教育2021H1业绩增速快。我们统计的A股教育包括学大教育、中公教育、美吉姆、勤上股份、凯文教育、视源股份、传智教育、文化长城、科德教育、方直科技、三盛教育、开元教育、国新文化、昂立教育、中国高科、行动教育、东方时尚、盛通股份、佳发教育、鸿合科技合计20家。2021H1A股教育总收入287.66亿元，yoy+41.29%，主要原因是去年同期受疫情影响，大部分线下教育机构无法招生，经营出现困难，从2020年下半年开始经营逐渐恢复正常，因而在较低的基数下教育板块上半年业绩实现高增速。

图表 25: A股教育总收入(亿元)及增速



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 26: A股教育毛利率



来源: Wind, 国联证券研究所

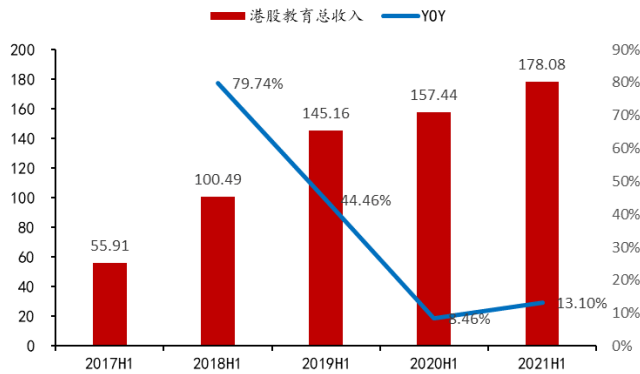
图表 27：主要 A 股教育上市公司 2021 中报业绩

公司	市值(亿元)	营收(亿元)	同比 (%)	归母净利 (亿元)	同比 (%)	毛利率 (%)	同比 (pct)	净利率 (%)	同比 (pct)	EPS (元)
学大教育	23	15.78	22.03	1.11	152.55	33.54	4.78	6.92	3.53	0.94
中公教育	648	48.40	72.94	-0.97	58.30	44.53	-3.62	-2.01	6.31	-0.02
美吉姆	38	1.74	37.84	0.33	245.03	68.45	21.40	28.90	44.62	0.04
勤上股份	29	6.36	33.44	-0.68	-349.96	13.52	-3.62	-10.76	-7.57	-0.05
凯文教育	22	1.95	43.55	-0.35	47.45	12.52	26.40	-17.76	32.07	-0.06
视源股份	580	79.46	27.50	4.30	-20.51	24.29	-2.72	5.40	-3.32	0.66
传智教育	103	3.03	15.21	0.26	184.92	45.75	17.02	8.63	20.30	0.07
文化长城	26	0.39	9.35	-0.50	-1.49	25.32	-4.70	-130.16	14.26	-0.10
科德教育	26	4.43	15.69	0.50	-18.90	37.45	-5.72	14.18	-7.68	0.17
方直科技	16	0.50	2.20	0.10	-38.90	64.76	-2.73	20.72	-14.07	0.06
三盛教育	16	1.72	34.79	-0.26	-147.36	37.47	-5.22	-12.24	-5.50	-0.07
开元教育	23	5.36	45.21	-1.22	24.80	62.68	4.22	-22.99	26.19	-0.36
国新文化	55	1.45	-27.18	0.10	-67.95	59.40	21.74	7.14	-9.62	0.02
昂立教育	29	8.99	14.80	1.69	310.91	45.16	19.68	20.56	35.75	0.64
中国高科	36	0.61	22.20	0.18	733.03	90.44	-2.15	41.12	31.55	0.03
行动教育	35	2.40	78.09	0.77	93.40	79.55	-2.38	32.04	2.55	1.09
东方时尚	59	5.40	128.70	0.84	332.35	49.14	24.14	14.73	12.50	0.11
盛通股份	53	12.60	53.36	0.57	554.93	21.42	6.70	4.84	6.74	0.10
佳发教育	37	1.94	-35.41	0.59	-49.68	59.83	5.80	28.07	-10.20	0.15
鸿合科技	43	21.17	85.81	0.26	180.05	21.09	-6.48	1.77	4.24	0.11
科大讯飞	1205	62.80	45.28	4.19	62.12	42.44	-3.04	7.34	0.73	0.19
全通教育	34	2.75	12.63	0.08	-22.90	30.42	-13.47	2.33	-2.96	0.01

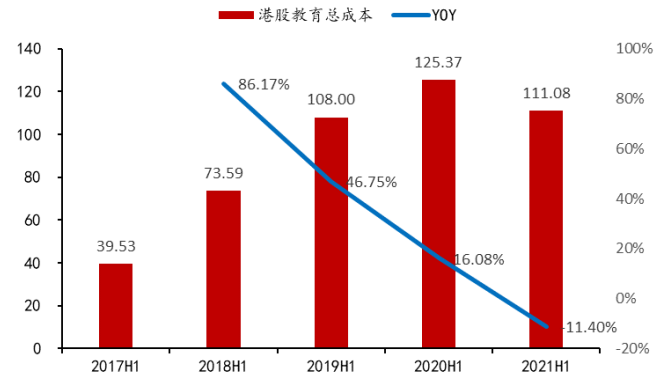
来源：Wind，国联证券研究所

港股教育行业整体稳定增长，头部高教集团快速成长。我们统计的港股教育公司包括中国东方教育、中教控股、新东方在线、宇华教育、希望教育、天立教育、思考乐教育、中国科培、华夏视听教育、新高教集团、枫叶教育、成实外教育、睿见教育、中汇集团、嘉宏教育民生教育等合计 35 家，目前港股教育公司主要为民办高教上市集团。2021H1 港股教育公司实现总收入 178.08 亿元，yoy+13.1%，由于港股教育多为民办高校，2020 年上半年受到疫情影响较 A 股教育上市公司小，因而整体经营情况稳定，行业收入稳定增长。2021H1 行业总体毛利率保持稳定，随着行业整体运营效率的提升，净利率提升较大。其中，中教控股、希望教育、中国科培、民生教育等高教上市公司内生外延增长路径明确，业绩快速增长。

图表 28：港股教育总收入（亿元）及增速
图表 29：港股教育总成本（亿元）及增速

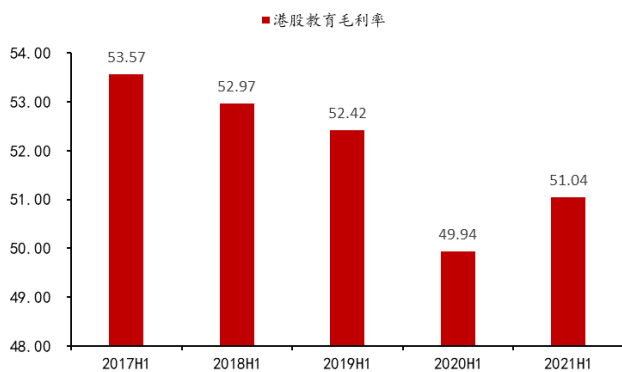


来源: Wind, 国联证券研究所



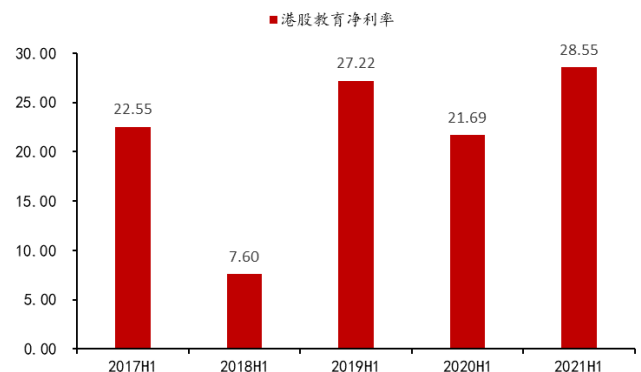
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 30: 港股教育毛利率



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 31: 港股教育净利率



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 32: 主要港股教育上市公司 2021 中报业绩

公司	市值(亿元)	营收(亿元)	同比(%)	归母净利润(亿元)	同比(%)	毛利率(%)	同比(pct)	净利率(%)	同比(pct)	EPS(元)
中国东方教育	181	20.04	32.10	2.33	-3.90	55.30	-2.17	11.63	-4.36	0.11
中教控股	323	19.29	41.54	8.31	67.08	59.09	1.51	44.19	4.47	0.38
宇华教育	139	13.96	9.59	8.49	4,827.85	62.59	4.48	62.61	55.94	0.25
希望教育	103	12.42	36.54	4.78	43.25	54.20	1.68	38.49	1.78	0.07
中国科培	93	6.34	51.40	4.02	25.65	71.22	-2.65	63.50	-6.76	0.07
华夏视听教育	48	2.31	-40.93	0.83	-29.63	0.00	-46.27	0.00	-32.57	0.00
新高教集团	65	8.75	30.80	2.95	23.43	45.36	-7.32	34.84	-4.86	0.19
中汇集团	59	5.72	32.93	1.65	11.98	50.01	1.22	30.73	-3.44	0.16
嘉宏教育	32	3.23	17.05	1.49	15.84	60.41	0.32	59.57	0.94	0.09
民生教育	49	12.60	129.37	3.84	62.44	58.71	2.18	30.86	-12.16	0.00
东软教育	35	5.98	28.13	1.09	50.05	0.00	-35.71	0.00	-19.31	0.00
中国新华教育	29	2.90	13.62	2.08	35.99	0.00	-71.05	0.00	-59.84	0.00
华立大学集团	19	4.57	14.63	1.40	1.06	53.75	-3.65	30.52	-4.17	0.12
建桥教育	22	3.52	24.36	1.12	7.58	64.82	0.43	31.81	-4.96	0.00

辰林教育	25	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-68.67	0.00	-25.33	0.00
------	----	------	------	------	------	------	--------	------	--------	------

来源：Wind，国联证券研究所

5.2 教育进入新元年，建议关注职业教育、素质教育主线

“双减”意见的下发，标志着教育行业进入一个新元年。目前来看，我们主要推荐两条主线：第一条主线是职业教育，职业教育助力解决就业结构性矛盾，符合经济产业升级趋势，我国职业教育发展还处在初期，近期自上而下的改革措施频出，战略地位突出，全国职业教育大会定位为“前途广阔，大有可为”。第二条主线是素质教育，“双减”意见对唯分数论的学科培训带来打击，未来素质教育为导向的义务教育体系将逐渐形成，人文和科学素养、多样化和个性化发展需求驱动素质教育成长。目前教育行业竞争格局尚未清晰，建议持续关注 K12 学科培训龙头新东方、好未来、高途、有道等的转型布局。

➤ 职业教育：政策利好下职教前途广阔，建议关注学历职业教育和非学历职业教育两个方向。

学历职业教育即民办高教板块，民办高教减缓财政压力，补充高教供给，《民办教育促进法实施条例》等政策支持民办学历职教，40 余年来行业一直在政府监管和支持下有序发展，政策透明度高。行业内企业现金流强劲，盈利能力出色，并购整合+内生增长成长路径十分明确，建议关注被“双减”政策误伤的民办高等教育板块，民办高教行业估值有望回归基本面，推荐中教控股、希望教育、中国科培等。非学历职业教育专注于成年人的职业技能提升，包括公考编制、财经会计、IT 编程、汽车维修、美容美发等众多赛道，助力培养更多高素质技术技能人才、能工巧匠。

➤ 素质教育：“双减”促成教育理念从唯分数论向素质教育转变，素质教育翻开新篇章。

素质教育强调人文和科学素养提升，以多样化、个性化为发展方向，在科技、艺术、体育及多语言方面提供差异化培训，未来素质教育为导向的义务教育体系将逐渐形成。各地逐渐明确培训机构监管事宜，北京明确规定艺术类教培机构不归教育局管，由文化和旅游部门负责文化艺术培训机构的管理，体育部门负责体育培训机构的管理，科技部门负责科普知识培训机构的管理。2021 年印发的《义务教育质量评价指南》强调要遵循学生成长规律和教育规律，加快建立以发展素质教育为导向的义务教育质量评价体系。《全民科学素质行动规划纲要（2021—2035 年）》，指出科学素质是国民素质的重要组成部分，对青少年提出了科学素质提升行动的具体要求。

近日多家机构陆续推出素质课程：作业帮上线小鹿编程、小鹿美术、小鹿学习力三款素质教育产品，加上已上线的小鹿写字和即将上线的小鹿口才，作业帮在素质教育产品布局较为完善；猿辅导举行科学教育产品“南瓜科学”发布会，并正式宣布向素质教育转型；网易有道的有道纵横 21Q2 净收入环比增长 180%，有道已经形成了以编程、围棋、美术、科学、阅读力、机器人为代表的多元化素质教育课程体系；好未来旗下儿童素质教育品牌励步发布五类素质教育产品，分别为戏剧、美育、益智、口才、读物产品，并宣布线下学习空间励步儿童成长中心将正式落成。

5.3 重点关注标的

➤ 传智教育：同比扭亏为盈，短期或仍受疫情影响

2021H1 营业收入 3.04 亿元, yoy+15.21%, 主要原因为疫情仍在部分地区反复, 导致公司主营业务线下 IT 培训招生受到影响, 业务难以开展; 归母净利润为 2613 万元, yoy-68.8%。分业务看, 短期培训业务收入 2.85 亿元, yoy+18.54%; 非学历高等教育业务收入 0.14 亿元, yoy-23.62%。公司毛利率 45.88%, 同比+17.13pct; 归母净利率为 8.60%, 同比+20.28pct。销售、管理、研发费用率分别为 15.5%、12.2%、12.4%, 同比下降 7.2/3.2/1.9pct, 盈利能力恢复主要得益于疫情后需求恢复及开支管控。

➤ 中教控股：高教龙头实现高增长，业绩再创新高

FY21H1 营业收入 18.23 亿元, yoy+ 38.6%。归母净利润 8.31 亿元, yoy+67.1%; 经调整归母净利润 7.38 亿元, yoy+50.2%。分业务看, 公司高等教育收入 13.50 亿元, yoy+54.7%, 高等教育的收入大幅增加主要是在校学生人数及学费的内生增长, 以及海口经济学院并表; 职业教育收入 3.59 亿元, yoy-4.3%, 主要是由于疫情的社交限制影响了职业教育学校的招生人数; 国际教育分部收入 1.15 亿元, yoy+69.4%。公司毛利率 59.1%, 同比+1.5pct, 销售费用率 4.7%, 同比+0.1pct, 管理费用率 11.4%, 同比-2.2pct。FY21H1 共 25.03 万名在校生, yoy+37.7%

“内生”+“外延”+“国际布局”，增长思路清晰。公司未来业绩增长主要有三大驱动因素：1) 一是内生，公司瞄准粤港澳大湾区民办高教较大的发展空间进行扩建，广东白云学院第二期正在施工，预期 2021 年夏季完工，可容纳 18000 名学生；广州应用科技学院扩建一期将于 2021 年秋季完成，预计可容纳 14000 名学生；各学校学额和学费提升的空间。2) 二是并购，公司上市以来每年收购三所学校左右，保持 100% 成功率，2 月份通过配售募集充足资金，截至 21H1 集团在手现金达 51 亿元，有 7 个重点项目在手。3) 三是国际教育加快布局，公司自并购国王学院和与里士满大学合作后，国际业务收入增速，公司推出的双学位专业课程有望吸引更多国内国外学生报读。

假设锦城学院于 9 月份并表计入 22 财年，未考虑公司后续可能完成的并购，预计公司 21-23 财年将实现营业收入 37.56/48.19/53.25 亿元，yoy+41.20%/28.84%/10.30%，归母净利润为 14.50/19.75/22.42 亿元，yoy+129.07%/36.21%/13.53%，21-23 财年 EPS 为 0.64/0.87/0.99 元，维持“买入”评级。

风险提示：外延并购速度不及预期的风险；招生学额、学费提升不及预期的风险；各地《民促法实施条例》相关政策执行力度不一致的风险。

图表 33：中教控股财务和估值数据摘要

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业额 (百万)	1954.87	2678.09	3781.46	4872.03	5373.85
增长率 (%)	-	37.00%	41.20%	28.84%	10.30%
归母净利润 (百万)	592.62	633.20	1450.48	1975.69	2242.96
增长率 (%)	-	6.85%	129.07%	36.21%	13.53%
每股收益 EPS (元)	0.26	0.28	0.64	0.87	0.99
市盈率 (P/E)	45	42	19	14	12

来源：公司公告，国联证券研究所预测，股价为 2021 年 9 月 6 日收盘价，换算汇率为 1 人民币=1.2039 港币

注：公司财年结算日为 8 月 31 日

➤ 希望教育：外延并购推进驱动业绩增长

公司 FY21H1 营业收入 11.83 亿元，yoy+35.9%；经调整利润 5.47 亿元，yoy+42.8%。毛利率 56.1%，同比+0.9%pct；销售费用率 6.9%，同比+3.5%pct，管理费用率稳定为 12.5%。21H1 总在校生人数共 19.7 万人，同比增长 40.4%，人数增长主要得益于公司的内生增长及英迪国际大学、南昌影视传播职业学院的并表。21H1 新招生 71746 人，yoy+47.05%。

内生+并购+多业务，发展空间广阔。一是内生，公司目前在建白银希望职业技术学院、邢台应用技术职业学院、重庆数字产业职业技术学院、江西樟树中医药职业学院，白银希望职业技术学院和邢台应用技术职业学院于 2021 年夏季招生，前者计划招生 1500 人，后者建成后可容纳在校生 8000 人；独立学院转设以及政府放开学费定价权将带来较大的学费上涨空间。二是并购，公司 21 年已完成 4 所大学并购，公司背靠希望集团，21 年 3 月完成融资 6 亿美元，具有强大的融资实力，预计并购整合加速推进。三是多业务布局，公司布局国际学校，亦通过收购世纪鼎利尝试与高校共建二级专业运营，以轻资产模式进行扩张。

暂未考虑后续可能进行的并购并表情况下，预计公司 21-23 财年将实现营业收入 22.21/26.37/29.53 亿元，yoy+41.65%/18.73%/11.98%，归母净利润为 8.61/10.93/12.74 亿元，yoy+75.84%/26.96%/16.53%，21-23 财年 EPS 为 0.11/0.14/0.16 元，维持“买入”评级。

风险提示：并购整合进展不及预期的风险；学额和学费上涨空间不及预期的风险；招生进展不及预期的风险；行业竞争加剧的风险；各地《民促法实施条例》相关政策执行力度不一致的风险。

图表 34：希望教育财务和估值数据摘要

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业额 (百万)	1079.00	1568.00	2221.00	2637.00	2953.00
增长率 (%)		45.29%	41.65%	18.73%	11.98%
归母净利润 (百万)	341.88	456.45	861.39	1093.65	1274.38
增长率 (%)		33.5%	75.84%	26.96%	16.53%
每股收益 EPS (元)	0.02	0.06	0.11	0.14	0.16
市盈率 (P/E)	64	22	10	8	7

来源：公司公告，国联证券研究所预测，股价为 2021 年 9 月 6 日收盘价，换算汇率为 1 人民币=1.2039 港币

注：公司财年结算日为 8 月 31 日

➤ 中国科培：内生外延持续推动快速成长

2021H1 公司实现营收 6.34 亿元，yoy+51.4%，营收增加主要原因是在校学生人数及平均学费上升。公司收入主要来自学费，2021H1 学费收入 5.88 亿元，yoy+43.1%，占比为 92.8%，学费增加的主要原因为广东理工学院和肇庆学校的学生人数及平均学费增加，以及公司收购哈尔滨石油学院并表。公司实现经调整净利润 4.2 亿元，yoy+35.0%。2021H1 实现毛利率 71.21%，经调整净利润率 66.26%。2021H1 公司旗下学校在校学生总人数为 10.5 万名，yoy+28.8%。

明确内生、并购双轮驱动，业绩增长加速。内生增长方面，公司计划进一步扩大广东理工学院高要校区的可容纳人数，高要校区宿舍的建设预期将在 2021 年下半年完成，可容纳约 3000 名学生；淮北理工学院已完成新校区建设（教学用地 507 亩，可容纳 1 万名学生），预计 2021 年 9 月开始运营，开启招收第一届新生；公司预计各学校学费水平随教学质量改善适当提高。截至 21H1 现金及等价物 14 亿元，资金充足，预计并购整合步伐加快。就地区覆盖而言，公司将于高等教育资源相对稀缺的华南及西南部以及具备市场潜力的其他地区探寻扩充机会。

假设马鞍山学院于 22 财年并表，预计公司 21-23 财年将实现营业收入 11.52/14.95/17.56 亿元，yoy+32.92%/29.76%/17.42%，归母净利润为 7.40/9.40/11.29 亿元，yoy+31.04%/29.83%/17.58%，预计公司 21-23 财年 EPS 为 0.37/0.48/0.56 元，维持“买入”评级。

风险提示：并购整合进展不及预期的风险；学额和学费上涨空间不及预期的风险；招生进展不及预期的风险；行业竞争加剧的风险；各地《民促法实施条例》相关政策执行力度不一致的风险。

图表 35：中国科培财务和估值数据摘要

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业额（百万）	575.45	714.22	867.25	1152.7	1495.7	1756.28
增长率(%)	26.37%	24.11%	21.43%	32.92%	29.76%	17.42%
归母净利润（百万）	341.96	456.27	564.79	740.09	960.86	1129.73
增长率(%)	48.11%	33.43%	23.78%	31.04%	29.83%	17.58%
每股收益 EPS(元)	0.17	0.23	0.28	0.37	0.48	0.56
市盈率(P/E)	26	20	16	10	8	7

来源：公司公告，国联证券研究所预测，股价为 2021 年 9 月 6 日收盘价，换算汇率为 1 人民币=1.2039 港币

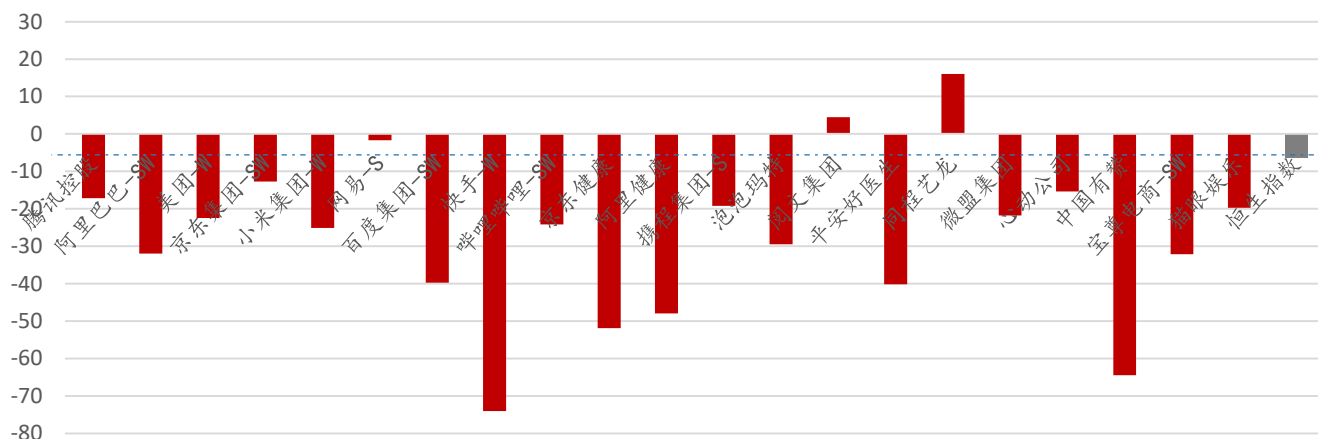
注：公司财年结算日为 12 月 31 日

6. 港股互联网：拥抱监管，行业规范发展，公司基本面稳健

6.1. 板块回顾：行业出现大幅回调

2021 年以来，恒生指数回调 6 个百分点，互联网板块市值出现大幅度回调，而根据公司中报情况，快手、哔哩哔哩等为代表的互联网公司业绩基本面总体保持稳健。我们认为，当前反垄断政策仍然有待市场进一步消化，建议关注基本面稳健，具备独特竞争壁垒的低估值互联网公司。

图表 36：港股重点互联网上市公司涨跌幅（2021 年 1 月 1 日-2021 年 8 月 31 日）



来源：Wind，国联证券研究所，数据截止 2021 年 8 月 31 日

21H1，港股互联网板块 43 家上市公司合计实现营收 16271.19 亿元，同比增长 31.99%，实现归母净利润 1180.21 亿元，同比增长 21.47%；整体毛利率为 30.56%，同比减少 2.96pct，整体净利率为 7.25%，同比减少 0.63pct。

图表 37：港股互联网重点上市公司 2021 年上半年财务数据盘点

证券代码	公司简称	营业收入 (亿元)	营收同比 (%)	归母净利润 (亿元)	净利同比 (%)	毛利率 (%)	同比增减 (pct)	净利率 (%)	同比增减 (pct)	EPS (元)
0700.HK	腾讯控股	2,748.40	23.28	903.54	45.73	45.83	-1.71	33.48	5.74	9.49
9988.HK	阿里巴巴-SW	3,931.35	27.31	506.20	-33.71	30.56	-12.94	7.25	-16.37	2.08
3690.HK	美团-W	807.75	94.75	-82.05	-1,399.41	24.41	-8.80	-10.15	-11.68	-1.38
9618.HK	京东集团-SW	4,569.77	31.60	44.12	-74.82	13.32	-1.42	0.90	-4.13	1.42
1810.HK	小米集团-W	1,660.92	60.88	160.61	141.10	17.80	3.02	9.66	3.22	0.64
9999.HK	网易-S	410.42	16.44	79.81	-1.33	54.19	-0.19	19.47	-4.94	2.38
9888.HK	百度集团-SW	594.84	22.45	250.70	592.54	48.05	5.32	40.13	37.84	9.14
1024.HK	快手-W	374.98	48.09	-647.86	4.85	42.51	8.18	-172.78	96.14	-18.58
9626.HK	哔哩哔哩-SW	83.96	70.20	-20.24	-84.20	22.95	-0.05	-24.14	-1.65	-5.47
6618.HK	京东健康	136.71	55.75	-4.55	91.51	24.25	-1.01	-3.32	57.75	-0.15
9992.HK	泡泡玛特	17.98	117.54	3.59	153.78	63.02	-2.21	19.95	2.86	0.26
0772.HK	阅文集团	43.42	33.19	10.83	132.85	52.69	-0.41	24.89	126.44	1.08
1833.HK	平安好医生	38.18	39.02	-8.80	-311.81	26.85	-3.06	-23.03	-15.27	-0.80
2013.HK	微盟集团	13.83	44.51	-5.58	-2.58	55.41	11.36	-42.25	14.77	-0.24
2400.HK	心动公司	13.79	-4.30	-3.25	-257.42	49.08	-8.25	-23.38	-41.42	-0.71
8083.HK	中国有赞	8.09	-4.13	-1.99	-65.78	60.67	1.28	-45.72	-18.66	-0.01
9991.HK	宝尊电商-SW	43.25	17.65	0.81	-33.59	62.15	-0.69	1.94	-1.40	0.37
1896.HK	猫眼娱乐	18.00	777.60	3.87	189.88	58.09	68.21	21.51	231.50	0.34

来源：Wind，国联证券研究所

2020 年下半年以来，互联网行业监管政策趋严，监管重点为反垄断和数据安全。20 年底的中央经济工作会议将“强化反垄断和防止资本无序扩张”列为 2021 年经济工作中的八项重点任务之一，21 年以来，个人信息保护法、劳动者保障法、反不正当竞争等监管政策相继出台，目前已对平台“二选一”、收购兼并行为进行处罚。7 月，受教育“双减”政策影响，市场对于互联网平台的政策预期愈加悲观，基于平台反垄断、数据监管以及分佣比例限制有了充分预期，存在对于互联网平台公共事业化的担忧，致使互联网公司估值进一步回调。

我们认为，监管政策趋严并不是对平台商业模式及其在资源配置效率提升方面的

否定，而是规范，要求互联网公司在法律和监管框架下开展业务，严格遵守规范。反垄断对创新型的互联网公司提出了更高的要求，短期内公司游戏、广告等业务承压，但长期而言有利于产业的规范健康发展，拥抱监管的平台竞争力反而会增强，当前市场对于监管影响预期逐步被市场消化，反映在互联网公司近期的估值回调中，我们建议坚守基本面良好的互联网公司价值回归。

图表 38：互联网平台规范整顿事件及政策梳理

时间	政策	部门	内容/事件
2020.11.03	《网络小额贷款业务管理暂行办法（征求意见稿）》	银保监会、人民银行	规范小额贷款公司网络小额贷款业务
2020.11.10	《关于平台经济领域的反垄断指南（征求意见稿）》	国家市场监督管理总局	将《反垄断法》的基本制度、规则原则和分析框架适用于互联网平台领域
2021.02.07	《国务院反垄断委员会关于平台经济领域的反垄断指南》	国务院反垄断委员会	旨在预防和制止平台经济领域垄断行为，促进平台经济规范有序创新健康发展。限制“二选一”“大数据杀熟”等热点问题。
2021.06.07	《中华人民共和国数据安全法》	第十三届全国人民代表大会常务委员会	明确规定了要确保数据处于有效保护和合法利用，将约束数据的滥用和非法的采集。该法案 21 年 9 月 1 日施行
2021.07.10	《网络安全审查办法（修订草案征求意见稿）》	国家互联网信息办公室	网络安全审查重点评估采购活动、数据处理活动以及国外上市可能带来的国家安全风险。超百万用户个人信息的运营者赴国外上市，须进行申报
2021.07.22	《关于维护新就业形态劳动者劳动保障权益的指导意见》	人社部、国家发展改革委等八部门	推进灵活就业人员在就业所在地参加基本养老、基本医疗保险，强调以出行、外卖、即时配送、同城货运等行业的平台企业为重点，组织灵活就业人员职业伤害保障试点。
2021.07.23	互联网行业专项整治行动	工业和信息化部	主要整治涉及扰乱市场秩序、侵害用户权益、威胁数据安全和违法资源资质管理规定的行为等 4 方面 8 类问题”的互联网行业专项整治行动。
2021.07.26	《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》	市场监管总局等部门	督促平台完善外卖送餐员劳动报酬规则，对保障外卖送餐员正当权益提出全方位要求。
2021.08.02	《关于加强新时代文艺评论工作的指导意见》	中宣部、广电总局等五部门	要健全完善基于大数据的评价方式，加强网络算法研究和引导，开展网络算法推荐综合治理
2021.08.17	《禁止网络不正当竞争行为规定（公开征求意见稿）》	国家市场监督管理总局	对新型不正当竞争行为，如反向“刷单”、屏蔽链接、“二选一”、大数据“杀熟”，重点进行明确规范。
2021.08.18	国务院政策例行吹风会	交通部运输服务司	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
2021.08.20	《个人信息保护法》	十三届全国人大常委会第三十次会议	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。限制 APP 过度收集个人信息、大数据杀熟以及非法买卖、泄露个人信息等。

来源：中国政府网，国联证券研究所

6.2 基金持仓：美团、京东健康等获得加仓，腾讯、小米、心动公司、阅文集团遭减持

21Q2，基金重仓港股传媒互联网公司共 10 家，其中泡泡玛特和中手游为新进重仓公司，泡泡玛特获得 7 只基金重仓，持股数量达 347 万股，占流通股市值 0.2%，持仓市值 2.22 亿元，而中手游获得 1 只基金重仓，持股数量达 200 万股，占流通股市值 0.1%，持股市值 0.06 亿元；此外，阿里健康和猫眼娱乐退出重仓公司列表。

21Q1 获得基金增持的公司包括美团、京东健康、同程艺龙和中手游，基金持股份额分别环比增加 7.8%、109.5%、49.4%、548.9%，而腾讯、小米、心动、阅文遭减持，持股份额分别环比减少 5.9%、22.3%、4.3%和 0.4%。

从具体公司来看，重仓腾讯的基金数量环比减少 7 只至 508 只，持股数量环比减少 5.9%至 1.99 亿股，占流通股市值 2.1%，持仓总市值环比减少 11.3%至 966.45 亿元；重仓美团的基金数量环比增加 37 只至 237 只，持股数量环比增加 7.8%至 1.9 亿股，占流通股市值 3.5%，持仓总市值环比增加 14%至 507 亿元；重仓小米的基金数量环比减少 18 只至 75 只，持股数量环比减少 22.3%至 4.52 亿股，占流通股市值 2.2%，持仓总市值环比减少 19.7%至 101.58 亿元；重仓微盟的基金数量环比持平为 7 只，持股数量环比增加 109.5%至 0.26 亿股，占流通股市值 1.1%，持仓总市值环比增加 103.2%至 3.75 亿元。

图表 39：2021Q2 基金重仓港股传媒公司情况

公司名称	持有基金数（只）		持股总量（百万股）		持股总市值（亿元）		
	21Q2	环比	21Q2	环比	流通占比	21Q2	环比
腾讯控股	508	-7	198.88	-5.9%	2.1%	966.45	-11.3%
美团-W	237	37	190.41	7.8%	3.5%	507.62	14.0%
小米集团-W	75	-18	452.10	-22.3%	2.2%	101.58	-19.7%
微盟集团	7	0	26.35	109.5%	1.1%	3.75	103.2%
泡泡玛特	7	7	3.47		0.2%	2.22	
京东健康	4	3	0.81	49.4%	0.0%	0.75	46.8%
同程艺龙	3	1	22.20	584.9%	1.0%	3.59	647.3%
心动公司	2	-1	9.58	-4.3%	2.0%	5.46	37.4%
中手游	1	1	2.00		0.1%	0.06	
阅文集团	1	-1	2.06	-0.4%	0.2%	1.48	10.0%

来源：Wind，国联证券研究所

图表 40：20Q3-21Q2 基金重仓港股传媒公司变化

21Q2				21Q1			
公司名称	持有基金数	持股总市值（亿元）	流通占比	公司名称	持有基金数	持股总市值（亿元）	流通占比
腾讯控股	508	966.45	2.1%	腾讯控股	515	108.93	2.20%
美团-W	237	507.62	3.5%	美团-W	200	44.52	3.43%
小米集团	75	101.58	2.2%	小米集团	93	12.66	2.84%
微盟集团	7	3.75	1.1%	微盟集团	7	0.18	0.55%
泡泡玛特	7	2.22	0.2%	阿里健康	4	0.07	0.03%
京东健康	4	0.75	0.0%	心动公司	3	0.40	2.20%
同程艺龙	3	3.59	1.0%	阅文集团	2	0.13	0.20%
心动公司	2	5.46	2.0%	同程艺龙	2	0.05	0.15%
中手游	1	0.06	0.1%	猫眼娱乐	2	0.02	0.13%
阅文集团	1	1.48	0.2%	京东健康	1	0.05	0.02%
20Q4				20Q3			
公司名称	持有基金数	持股总市值（亿元）	流通占比	公司名称	持有基金数	持股总市值（亿元）	流通占比
腾讯控股	336	63.20	1.39%	腾讯控股	245	32.90	0.76%
美团-W	170	36.53	2.86%	美团-W	168	24.60	2.25%

小米集团	84	10.77	1.88%	小米集团	36	3.03	0.96%
微盟集团	13	0.27	1.04%	微盟集团	6	0.16	0.76%
京东健康	3	0.03	0.01%	阅文集团	4	0.26	0.50%
阿里健康	1	0.02	0.01%	IGG	2	0.00	0.01%
猫眼娱乐	1	0.01	0.08%	猫眼娱乐	2	0.02	0.12%
心动公司	1	0.09	0.51%	阿里健康	1	0.02	0.01%
祖龙娱乐	1	0.00	0.00%	中手游	1	0.03	0.37%
				心动公司	1	0.04	0.27%

来源：Wind，国联证券研究所

6.3 重点关注标的：建议关注具有内容壁垒，基本面良好的标的

➤ 阅文集团：在线阅读行业龙头，IP 运营打开长期增长空间

2021H1，公司实现营收 43.42 亿元，同增 33.19%，综合毛利率 52.69%，同比下降 0.41pct，归母净利润 10.83 亿元实现同比扭亏，调整后净利润 6.65 亿元。分业务来看，在线阅读业务/版权运营业务/其他业务营收分别为 25.4 亿元/17.4 亿元/0.62 亿元，同增 3.36%/129.78%/36.04%。

阅文集团系在线阅读行业龙头，凭借多年积累的内容优势挖掘优质 IP，以影视、动漫的形式放大 IP 价值，打造 IP 产业链。上半年由新丽传媒、腾讯影视、阅文影视组成的“三驾马车”共同打造出爆款电视剧《赘婿》，再次验证了公司 IP 全产业链运营能力。我们持续看好公司自制以及与腾讯大文娱合作内容的前景，多维度挖掘优质 IP，实现 IP 的价值升级，打开长期盈利空间。

公司作为头部网文公司，假设公司自有平台业绩保持稳定，腾讯产品自营渠道、免费阅读、第三方渠道继续发力，21-23 年，在线阅读收入增速分别为 15%/20%/14%；此外公司 21 年初新设 IP 增值中心，版权运营业务持续发力，假设公司版权运营业务收入增速分别为 7%/40%/21%。

预计 2021-2023 公司实现营收 97.52/125.18/146.92 亿元，归母净利润 19.42/15.59/16.87 亿元，EPS 为 1.9/1.53/1.65 元，对应当前 PE 为 37/46/42 倍。考虑到公司 IP 运营体系完善，与腾讯 PCG 合作持续深入，新丽精品剧集储备丰富，IP 产品开发项目进程持续推进，“增持”评级。

风险提示：内容行业政策变动风险，IP 改编效果不及预期风险，作家流失风险。

图表 41：阅文集团 (0772.HK) 财务数据及预测

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	8347.77	8525.70	9752.76	12517.91	14692.54
增长率（%）	65.69%	2.13%	14.39%	28.35%	17.37%
EBITDA（百万元）	1453.36	-4284.33	2374.31	2095.41	2274.53
净利润（百万元）	1095.95	-4483.87	1942.33	1558.67	1687.12
增长率（%）	20.35%	-509.13%	143.32%	-19.75%	8.24%
EPS（元/股）	1.07	-4.39	1.90	1.53	1.65
市盈率（P/E）	65	-16	37	46	42

市净率 (P/B)	3.7	4.7	4.2	3.8	3.5
EV/EBITDA	0.93	-0.30	0.59	1.19	1.26

来源: Wind, 国联证券研究所预测 注: 测算基于 2021 年 9 月 6 日收盘价

➤ 心动公司: TapTap 平台用户持续高增长

2021 年上半年公司实现营业收入 13.79 亿元, 同比下滑 4.3%, 归母净利润为 -3.25 亿元, 去年同期为盈利 2.07 亿元。拆分收入后, 公司游戏业务收入 10.43 亿元, 同比减少 12.2%, 信息服务业务 (TapTap) 收入 3.36 亿元, 同比增长 32.7%。费用方面, 公司上半年销售费用 3.44 亿元, 销售费用率 25% 同比提升 6 个百分点; 研发费用 5.76 亿元, 研发费用率 41.8% 同比大幅增长 27 个百分点, 主要因公司加大游戏和社区研发投入, 扩充研发人员团队 (研发人员从 1065 增长至 1565 人) 和薪资所致。公司上半年业绩承压, 主要因研发费用大幅增长, 且无新产品上线而《仙境传说》等主力老游戏流水下滑等影响。

2021 年上半年公司 TapTap 平台国内平均月活 2867 万, 同比增长 15.6%; 海外月活 1318 万, 同比增长 484.4%。公司目前产品储备格斗类《Flash Party》、射击类《T3》已处于篝火测试阶段, 其余主力产品包括《心动小镇》、《火炬之光》、《铃兰之剑》等。

➤ 哔哩哔哩 (9626.HK): 亏损扩大, 核心指标数据维持高速增长

公司 2021 年上半年实现营业收入 83.96 亿元, 同比增长 70.2%; 归母净利润 -20.24 亿元, 亏损继续扩大 83.7%。分业务看, 游戏业务收入 24.04 亿元 (yoy+0.2%), 直播及增值业务收入 31.31 亿元 (yoy+93.4%), 广告收入 17.64 亿元 (yoy+213.4%), 其他业务 (电商) 收入 10.97 亿元 (yoy+210.9%)。核心指标中, 截止 6 月 30 日 B 站 MAU 达 2.37 亿 (yoy+ 38.2%); 正式会员数 1.2 亿人 (yoy+ 34.8%); 月活跃 UP 主 240 万 (yoy+26%); 月均付费人数 0.2 亿 (yoy+ 62%); 日均播放量 17 亿次 (yoy+ 41.7%)。官方数据显示, B 站用户平均年龄在 21 岁左右, 超过 86% 的用户为 85 后, 付费能力较强, 2021 年 Q2 的 DAU/MAU 达 26.4%, 12 月用户留存超过 80%。

➤ 泡泡玛特: 新老 IP 齐发力, 产品渠道驱动增长

2021H1, 公司实现营收 17.73 亿元, yoy+116.75%, 毛利率 63.02%, yoy-2.2pct, 归母净利润 3.59 亿元, yoy+153.78%, 净利率 20.25%, yoy+3.01pct。分产品来看, 公司自主 IP 营收同增 130.4% 至 15.8 亿元, 营收占比同比提升 5.3pct 至 89.3%; 分渠道来看, 上半年线下门店/机器人商店/线上渠道/批发收入分别为 6.8 亿元/2.3 亿元/6.8 亿元/1.9 亿元, 同比增长 115.5%/115.7%/102.9%/258.7%。

➤ 快手科技: 用户粘性持续提升, 商业化稳步推进

2021Q2, 公司实现营收 191 亿元, 同增 48.8%, 2021H1 实现营收 361.58 亿元, 同增 42.8%, 销售费用 229.29 亿元, 经调整亏损净额 96.89 亿元。Q2 快手应用 MAU 及 DAU 分别为 5.06 和 2.93 亿, 同增 6.7% 和 11.9%, 环比略有下降, MAU/DAU 达 57.9%, 环比增长 1.1pct, 单 DAU 日均使用时长达 106.9 分钟, 同增/环增 25.2%/7.7%, 用户粘性持续提升, 截至 21 年 6 月, 海外市场 MAU 超 1.8 亿。

商业化方面，受益于公域扩容、品牌广告主入驻、广告营销工具不断完善，线上营销业务收入达 100 亿元，同增 156.2%；Q2 推出蓝海计划，公会数量同增 400%，直播收入环比下降幅度减缓，实现 71.93 亿元的收入；电商 GMV 同增 101%至 1454 亿元，其中小店贡献 90.7%，其他服务收入同增 212.9%至 20 亿元。我们认为，中短期内，随着平台用户规模及粘性持续提升，线上营销业务及电商业务有望继续实现高速增长，随着国内竞争格局逐渐稳定，国内营销费用有望持续下降，总体营销费用得以稳定，作为国内头部短视频平台，我们看好公司长期潜力。

7. 风险提示

- 1、**政策风险。**包括版号数量进一步减少，教育、反垄断及数据安全相关政策进一步收紧导致的平台变现能力下降等。
- 2、**产品上线进度、收入不及预期。**包括游戏流水、电影票房等收入不及预期。
- 3、**平台活跃人数增长不及预期。**因目标用户群体触及瓶颈、竞争对手抢夺用户等外部因素，或因运营事故等内部因素导致的平台用户增长不及预期。
- 4、**并购整合进展不及预期的风险。**并购标的出现瑕疵而通过筛选，或尽职调查过程存在疏漏，导致并购整合效果不及预期。
- 5、**学校扩建新建计划不及预期的风险。**民办高校扩建或新建等变更办学情况需要获得相关政府部门审批，可能出现政府审核审批不通过或审批进度放缓风险。

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。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅 10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（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“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，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国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联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，国联证券及/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，国联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。

国联证券的销售人员、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。国联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。国联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，国联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，投资者应当考虑到国联证券及/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。

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层

电话：0510-82833337

传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场 1 座 37 层

电话：021-38991500

传真：021-38571373