

静候政策东风 关注移动游戏

传媒行业 2019 年策略报告

分析日期 2018年11月10日

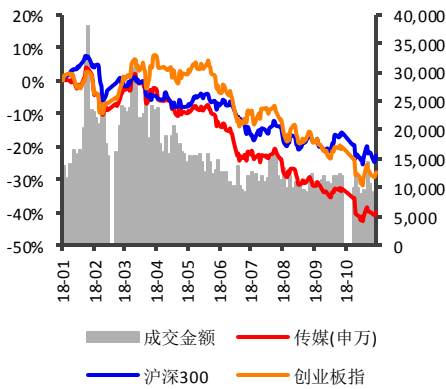
行业评级：中性(40)
证券分析师：王雨苗

执业证书编号：S0630516050002

电话：021-20333416

邮箱：wangym@longone.com.cn

行业走势图



研究逻辑图

历史回顾

- 2018年传媒跑输大盘，涨跌幅位列申万各一级行业倒数第二

基本面研究

- 传媒行业主要推动力在于人均可支配收入提升带来的消费升级

投资策略

- 拥有优质IP版权和成功精品IP开发运营经验的游戏公司
- 海外出口产品份额占比较高的移动游戏研发商

重点覆盖

- 完美世界、三七互娱和中文传媒

投资要点：

◆**2018年传媒行业走势回顾：**从2018年年初截止到10月31日，沪深300和创业板分别累计下跌22.84%和27.92%，传媒板块累计下跌39.87%。申万传媒大幅跑输沪深300和创业板指数，涨跌幅位列申万一级行业倒数第二位。传媒板块延续2017年的下滑态势主要是受游戏版号暂停审批、严查影视偷逃税等行业负面消息频出，行业融资并购受限和竞争加剧下行业整体业绩增速放缓所致，市场投资情绪冷淡。在整体经济下行、股市去杠杆的大背景下，具有稳定业绩的龙头公司展示出了较强的抗跌性。

◆**2018年传媒行业业绩回顾：**2018年前三季度传媒板块营收和净利润同比增速分别排在申万28个一级行业第11和23位。2018年前三季度传媒行业营收增速为15.99%，净利润增速为-3.08%。传媒板块各子行业业绩出现拐点，下滑趋势得以缓解。

◆**2018年传媒行业经营回顾：**2018年前三季度传媒行业的销售毛利率和销售净利率均延续下滑态势，分别为25.79%和9.87%。三费方面，公司的销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为7.35%、6.35%和0.79%。销售费用率微降，主要因经济下行、整体广告预算下滑所致；管理费用率下降2.36个百分点主要因并购受限以及内部整合降低费用所致；财务费用率维持小幅攀升的态势，主要因融资成本上升以及股权融资受限从而推动债权融资所致。此外，经营活动现金流与营收的占比也受应收账款周转率向好影响而呈现出止跌反转的态势。

◆**2018年传媒行业估值回顾：**截至2018年10月31日，申万传媒的市盈率（剔除负值）为19.09倍，排在申万28个一级行业第12位。估值已回落到2010年以来最低点。

◆**传媒行业展望：**1) 传媒行业主要推动力在于人均可支配收入提升带来的消费升级。2) 根据《中国传媒产业发展报告》，2017年我国传媒产业总产值达18966.7亿元，预计2018年将突破2万亿元。3) 移动互联网占据传媒产业半壁江山，未来这种趋势仍将延续。

◆**传媒细分行业展望：**根据预测，未来两三年移动游戏具有比较大的市场空间；动漫、影视和互联网广告将会维持较为稳定的增速；端游、页游已达行业天花板；音乐和网络文学处于发展起步阶段，随着消费者对内容版权付费意识的提升，内容付费板块将迎来快速发展。

◆**静待版号恢复发放，2019年看好移动游戏板块：**1) 行业监管趋严，2018年3月28日起暂停游戏版号的审批发放。2) 受政策影响，2018年网络游戏增速出现调整。2018年上半年中国网络游戏市场规模达1216.9亿元，同比仅增长3.26%；移动游戏市场规模达798亿元，同比增长9%。3) 根据艾瑞咨询预测，到2020年我国移动游戏市场规模将超2600亿元。4) 国内手游用户数趋于稳定，而付费率也较为稳定。现阶段国内游戏研发商的重点已从开发新客户到增加现有客户的ARPU值。5) 要增加客户的付费率，必须把握移动游戏行业的发展趋势，即精品化、IP化、国际化和电竞化。

◆**行业策略**：未来两三年，移动游戏板块市场空间较大。随着将来游戏版号政策的放开，手游公司的业绩和估值都将迎来反弹，形成戴维斯双击。我们看好以下两类游戏公司：1) 拥有优质 IP 版权和成功精品 IP 开发运营经验的公司,建议关注完美世界、三七互娱（手游研运龙头）。2) 海外出口产品份额占比较高的移动游戏研发商，建议关注中文传媒（游戏出海龙头）。

◆ **风险提示**：市场风险、政策风险

正文目录

1. 2018 年传媒行业回顾	5
1.1. 走势回顾.....	5
1.2. 业绩回顾.....	6
1.3 经营回顾.....	8
1.4 估值回顾.....	9
2. 传媒行业展望	11
2.1 2018 年传媒产值或超 2 万亿.....	11
2.2 移动互联网占据传媒产业半壁江山.....	12
2.3 细分行业展望：移动游戏空间较大.....	12
3. 2019 年看好移动游戏：静待版号恢复发放	13
3.1 游戏版号暂停发放 行业监管趋严.....	13
3.2 受政策影响 2018 年网游增速出现调整.....	14
3.3 移动游戏市场空间.....	16
3.4 移动游戏行业发展趋势.....	16
3.5 游戏板块投资策略.....	19
4. 行业策略及重点覆盖公司	20
4.1 完美世界.....	20
4.2 三七互娱.....	20
4.3 中文传媒.....	20
风险提示.....	21

图表目录

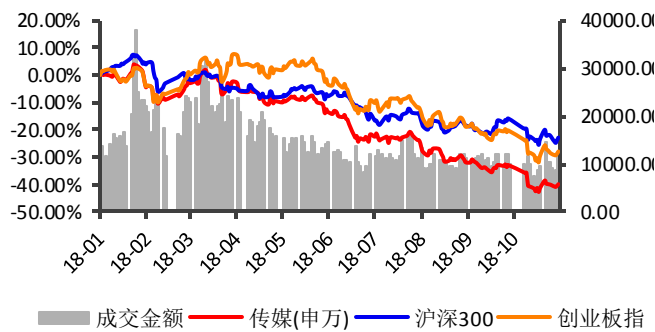
表 1 2018 年 1-10 月传媒行业个股涨跌幅排行 (%)	6
表 2 各细分领域产业规模和发展前景	12
表 3 游戏行业监管政策梳理	13
表 4 2017 年中国移动游戏 APP Store 畅销榜 TOP 20	17
图 1 申万传媒、沪深 300 和创业板指数走势 (%，百万)	5
图 2 细分板块指数涨跌幅 (2018/1/1-2018/10/31,%)	5
图 3 申万一级行业涨跌幅对比 (2018/1/1-2018/10/31,%)	5
图 4 2013 年至 2017 年传媒营收及净利润增速情况 (%)	6
图 5 2014-2018 前三季度传媒营收及净利润增速 (%)	6
图 6 申万一级行业营收同比增长率对比图 (2018 前三季度,%)	7
图 7 申万一级行业归母净利润同比增长率对比图 (2018 前三季度,%)	7
图 8 2013-2017 年传媒各子板块收入增速情况 (%)	8
图 9 2013-2017 年传媒各子板块净利润增速情况 (%)	8
图 10 近五年前三季度各子板块收入增速情况 (%)	8
图 11 近五年前三季度各子板块净利润增速情况 (%)	8
图 12 近五年前三季度传媒销售毛利率情况 (%)	8
图 13 近五年前三季度传媒销售净利率情况 (%)	8
图 14 近五年前三季度传媒行业三费情况 (%)	9
图 15 传媒行业应收账款周转率情况 (次)	9
图 16 传媒行业经营活动现金流/营收情况 (%)	9
图 17 传媒板块绝对及相对 PE 估值	10
图 18 传媒板块绝对及相对 PB 估值	10
图 19 申万一级行业 PE 对比 (2018/10/31)	10
图 20 传媒各细分行业估值	10
图 21 美国人均 GDP 与文娱行业增加值对比图	11
图 22 中国人均 GDP 与文娱行业增加值对比图	11
图 23 传媒产业总产值	11
图 24 2011 年-2017 年传媒产业市场结构变化	12
图 25 2016Q2-2018Q2 中国网络游戏市场规模	14
图 26 2012 年-2017 年全球和中国游戏市场规模及增速	14
图 27 我国移动游戏市场规模 (亿元)	15
图 28 2011 年至 2020 年中国网络游戏产业细分	15
图 29 2016Q2-2018Q2 中国移动游戏市场规模	16
图 30 2016Q2-2018Q2 中国移动游戏用户规模	16
图 31 国内移动游戏研发商数量	17
图 32 2008-2018 年中国自研网络游戏国外市场销售收入	18
图 33 中国电子竞技游戏市场规模	18
图 34 中国电子竞技游戏营收结构 (亿元)	18

1.2018 年传媒行业回顾

1.1. 走势回顾

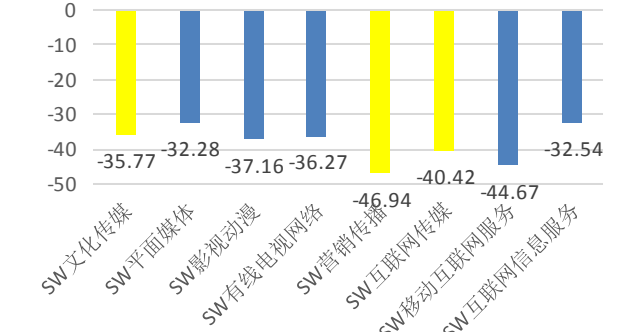
从 2018 年年初至今 (2018/10/31)，申万传媒跑输沪深 300 和创业板指数，涨跌幅位列各申万一级行业倒数第二位。2018 年申万传媒指数走势一路弱于大盘，从 2018 年年初截止到 2018 年 10 月 31 日，沪深 300 和创业板分别累计下跌 22.84% 和 27.92%，传媒板块累计下跌 39.87%，大幅跑输大盘和创业板。在所有 28 个板块中，传媒行业涨跌幅排名倒数第二。细分板块中文化传媒、营销服务和互联网传媒分别下滑 35.77%、46.94% 和 40.42%。传媒板块延续 2017 年的下滑态势主要是受游戏版号暂停审批、严查影视偷逃税等行业负面消息频出，行业融资并购受限和竞争加剧下行业整体业绩增速放缓所致，市场投资情绪冷淡。

图 1 申万传媒、沪深 300 和创业板指数走势 (%，百万)



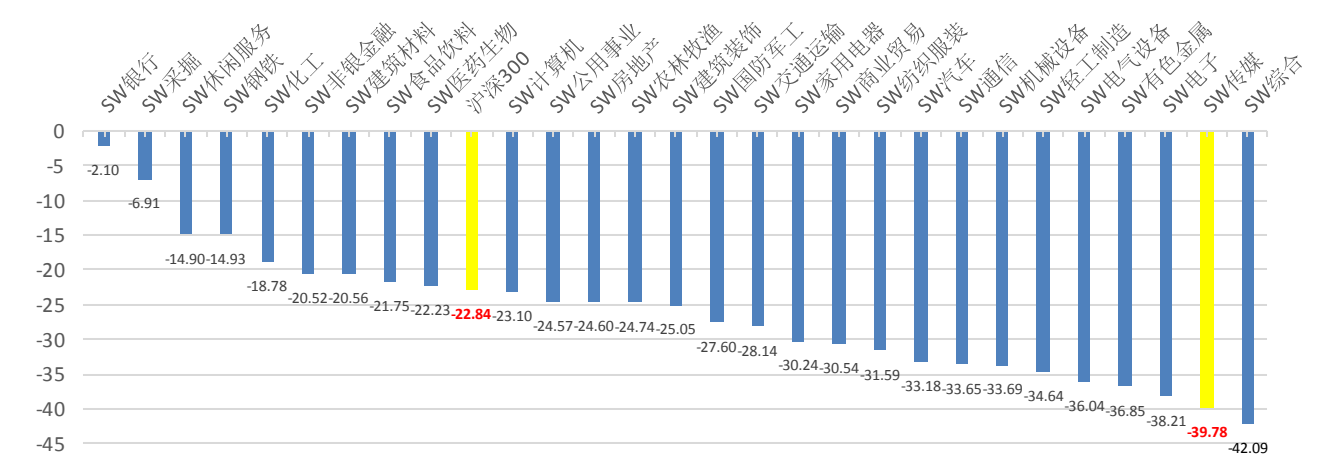
资料来源: Wind 资讯, 东海证券研究所

图 2 细分板块指数涨跌幅 (2018/1/1-2018/10/31,%)



资料来源: Wind 资讯, 东海证券研究所

图 3 申万一级行业涨跌幅对比 (2018/1/1-2018/10/31,%)



资料来源: Wind 资讯, 东海证券研究所

我们整理出了从年初截止到 2018 年 10 月 31 日，传媒板块涨幅前十和跌幅前十的公司。涨幅前十的公司中，除去万达电影和大晟文化，其余都是细分行业龙头公司，并且今年前三季度归母净利润增速均达到了 15% 以上。而跌幅前十的公司中，除去 2017 年业绩已大幅亏损因而基数较低的乐视网，其余 9 家在今年前三季度归母净利润均同比下滑 50%

以上。在整体经济下行、股市去杠杆的大背景下，具有稳定业绩的龙头公司展示出了较强的抗跌性。

表 1 2018 年 1-10 月传媒行业个股涨跌幅排行 (%)

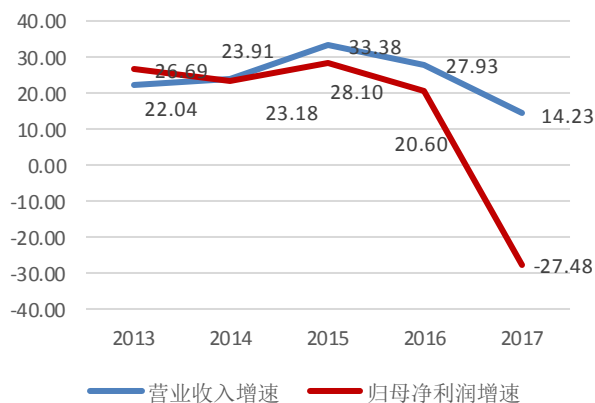
涨幅榜	代码	简称	涨跌幅 (%)	主要因素	跌幅榜	代码	简称	涨跌幅 (%)
1	300226.SZ	上海钢联	31.31	电商 + Q3 净利增速 185%	1	600634.SH	*ST 富控	-88.77
2	000681.SZ	视觉中国	19.00	知识产权 + Q3 净利增速 35%	2	600715.SH	文投控股	-80.76
3	300059.SZ	东方财富	14.78	互金平台 + Q3 净利增速 75%	3	002188.SZ	*ST 巴士	-80.57
4	002878.SZ	元隆雅图	6.76	促销品龙头+Q3 净利增速 31%	4	300104.SZ	乐视网	-80.30
5	600892.SH	大晟文化	2.45	业绩大幅下滑 股权激励	5	002143.SZ	印纪传媒	-78.41
6	002739.SZ	万达电影	0.00	去年停牌至今	6	002517.SZ	恺英网络	-72.75
7	002602.SZ	世纪华通	-4.36	双主业 + Q3 净利增速 23%	7	000793.SZ	华闻传媒	-72.39
8	300133.SZ	华策影视	-4.37	影视龙头 + Q3 净利增速 15%	8	002354.SZ	天神娱乐	-68.76
9	600757.SH	长江传媒	-7.69	出版教育 + Q3 净利增速 21%	9	002445.SZ	ST 中南	-68.55
10	000676.SZ	智度股份	-8.67	流量聚合 + Q3 净利增速 76%	10	002699.SZ	美盛文化	-68.53

资料来源: Wind 资讯, 东海证券研究所

1.2. 业绩回顾

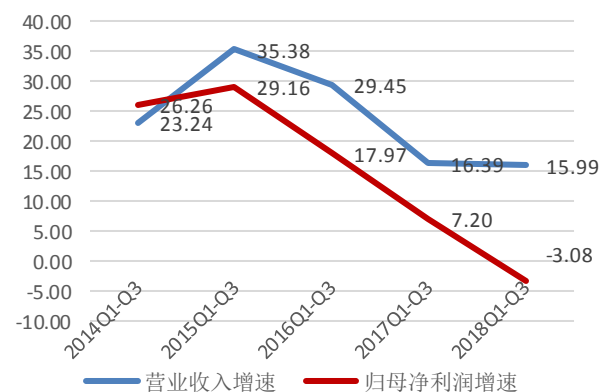
2018 年前三季度传媒行业整体收入增速基本持平，净利润增速延续下滑态势。2017 年传媒行业整体的收入增速为 14.23%，净利润增速为-27.48%，营收和净利润增速分别同比下滑 13.7 和 48.08 个百分点。2018 年前三季度申万传媒板块营收和净利润增速分别为 15.99%和-3.08%。

图 4 2013 年至 2017 年传媒营收及净利润增速情况 (%)



资料来源: Wind 资讯, 东海证券研究所

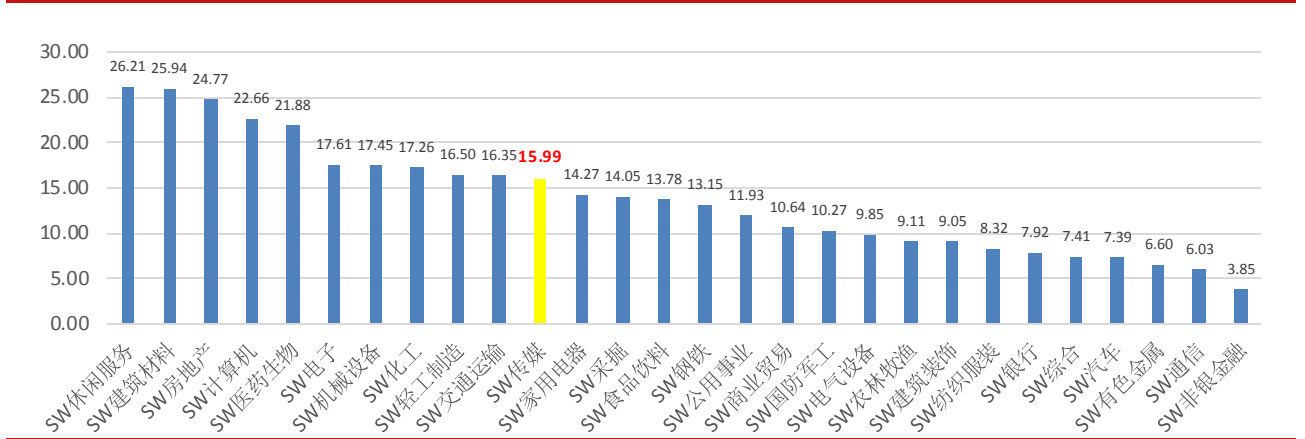
图 5 2014-2018 前三季度传媒营收及净利润增速 (%)



资料来源: Wind 资讯, 东海证券研究所

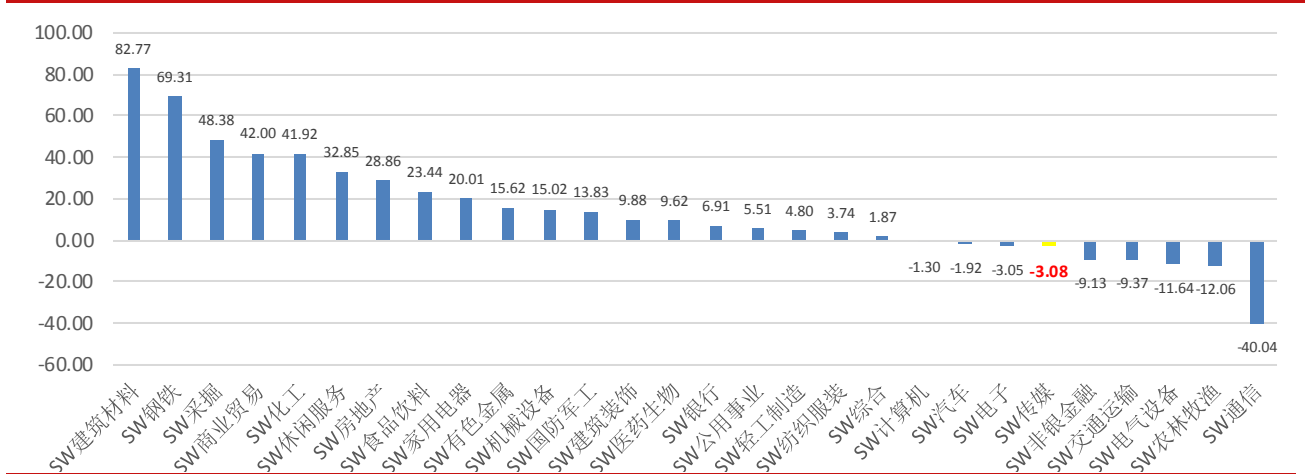
2018 年前三季度传媒行业营收和归母净利润增速分别排在申万 28 个一级行业第 11 和 23 位。

图 6 申万一级行业营收同比增长率对比图（2018 前三季度,%）



资料来源：Wind 资讯，东海证券研究所

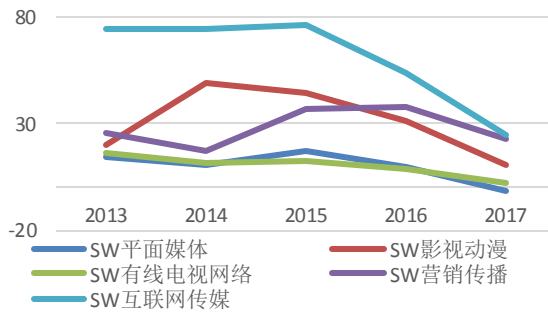
图 7 申万一级行业归母净利润同比增长率对比图（2018 前三季度,%）



资料来源：Wind 资讯，东海证券研究所

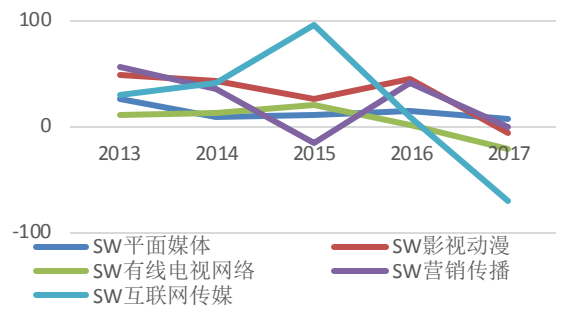
从各细分板块来看，2017 年各板块营收和净利润增速均延续了下滑态势。2018 年前三季度传媒板块各子行业业绩出现拐点，下滑趋势得以缓解。2018 年前三季度平面媒体、影视动漫、有线电视、营销传播和互联网传媒的营收增速分别为 5.26%、7.02%、-2.2%、33.83%和 18.89%；归母净利润增速分别为 1.42%、11.65%、-5.26%、-3.1%和-7.1%。

图 8 2013-2017 年传媒各子板块收入增速情况 (%)



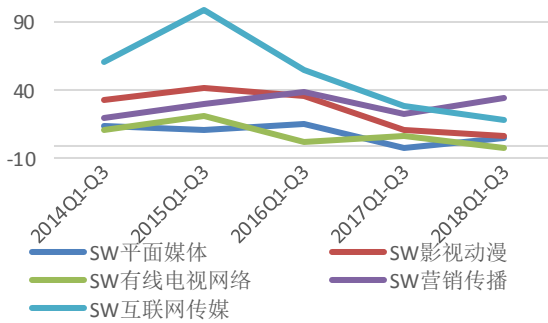
资料来源: Wind 资讯, 东海证券研究所

图 9 2013-2017 年传媒各子板块净利润增速情况 (%)



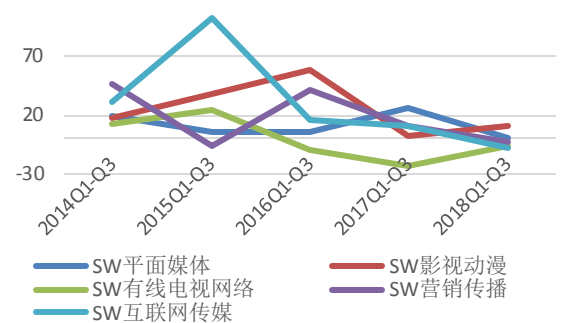
资料来源: Wind 资讯, 东海证券研究所

图 10 近五年前三季度各子板块收入增速情况 (%)



资料来源: Wind 资讯, 东海证券研究所

图 11 近五年前三季度各子板块净利润增速情况 (%)



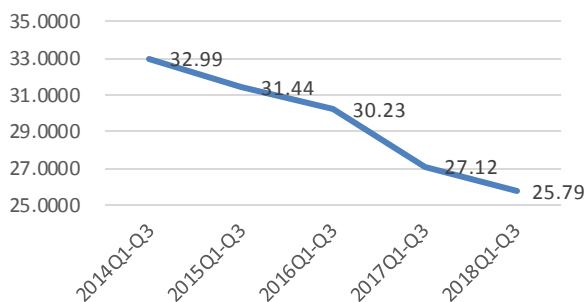
资料来源: Wind 资讯, 东海证券研究所

1.3 经营回顾

2018 年前三季度传媒行业的销售毛利率和销售净利率均延续下滑态势, 分别为 25.79% 和 9.87%。

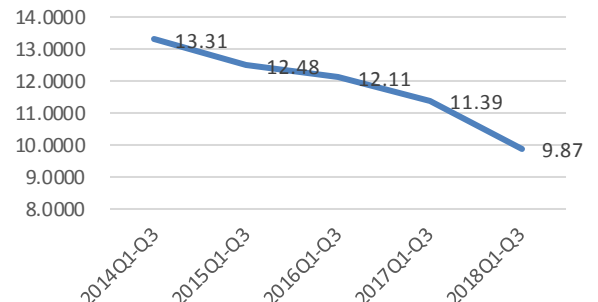
三费方面, 公司的销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为 7.35%、6.35%和 0.79%。销售费用率微降, 主要因经济下行、整体广告预算下滑所致; 管理费用率下降 2.36 个百分点主要因并购受限以及内部整合降低费用所致; 财务费用率维持小幅攀升的态势, 主要因融资成本上升以及股权融资受限从而推动债权融资所致。

图 12 近五年前三季度传媒销售毛利率情况 (%)



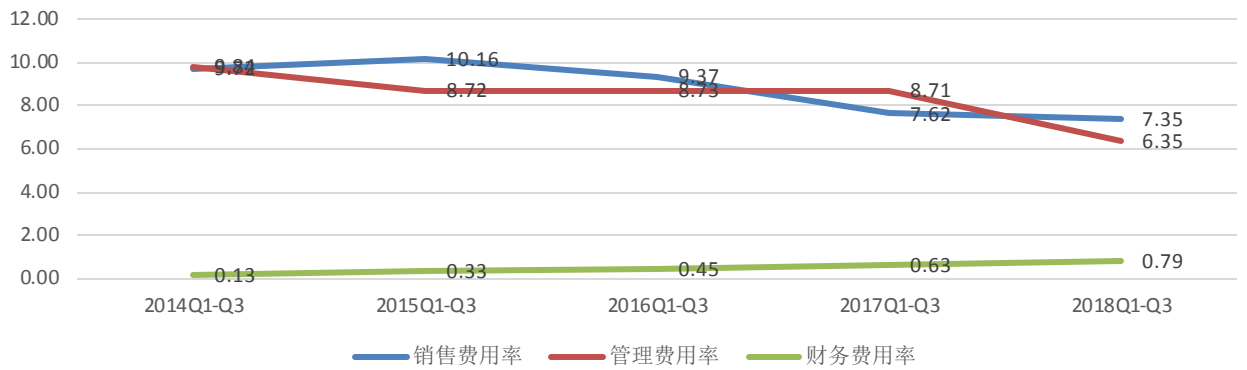
资料来源: Wind 资讯, 东海证券研究所

图 13 近五年前三季度传媒销售净利率情况 (%)



资料来源: Wind 资讯, 东海证券研究所

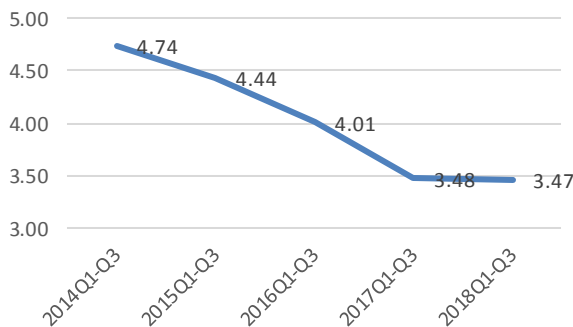
图 14 近五年前三季度传媒行业三费情况 (%)



资料来源：Wind 资讯，东海证券研究所

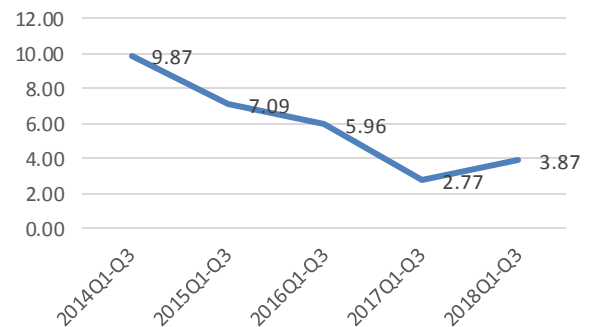
应收账款方面，2018 年前三季度应收账款周转率为 3.47 次，与去年同期基本持平，扭转了持续下滑的态势。经营活动现金流与营收的占比也受应收账款周转率向好影响而呈现出止跌反转的态势。

图 15 传媒行业应收账款周转率情况 (次)



资料来源：Wind 资讯，东海证券研究所

图 16 传媒行业经营活动现金流/营收情况 (%)

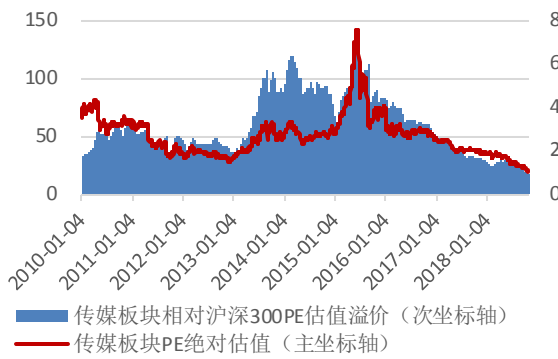


资料来源：Wind 资讯，东海证券研究所

1.4 估值回顾

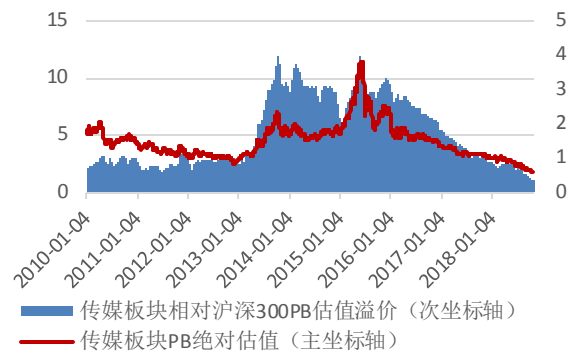
目前申万传媒的绝对估值和相对估值均已回落至近八年的最低位。截至 2018 年 10 月 31 日，申万传媒的市盈率 (TTM, 整体法) 剔除负值为 19.09 倍，较 2015 年最高点已有明显的回落，绝对估值处于历史最低位。我们再来看相对估值，传媒 PE 相对沪深 300 的估值溢价为 96.04%。相对估值也已经回落到历史最低位。传媒 PB 相对于沪深 300 的情况与 PE 类似。申万传媒的市盈率(2018 年 10 月 31 日)位列申万各一级行业的第十二位。

图 17 传媒板块绝对及相对 PE 估值



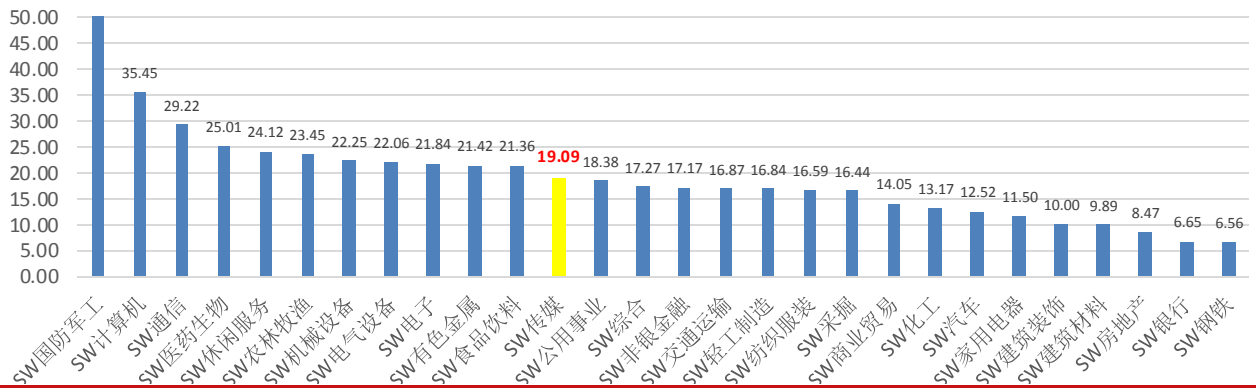
资料来源：Wind 资讯，东海证券研究所

图 18 传媒板块绝对及相对 PB 估值



资料来源：Wind 资讯，东海证券研究所

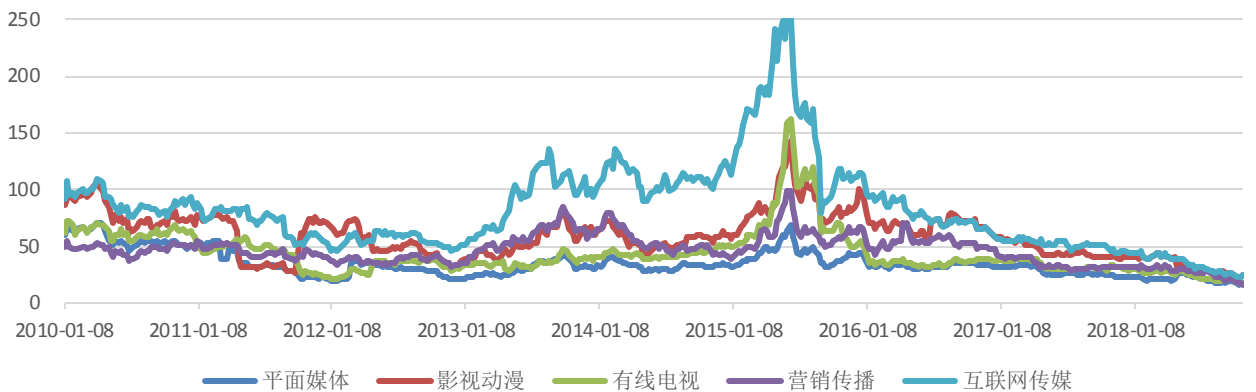
图 19 申万一级行业 PE 对比 (2018/10/31)



资料来源：Wind 资讯，东海证券研究所

细分板块估值方面：截至 2018 年 10 月 31 日，影视动漫、互联网传媒、营销服务、平面媒体和有线电视网的 PE(TTM) 分别为 22.2、22.29、15.48、14.06 和 16.38，均处于历史估值低位。

图 20 传媒各细分行业估值



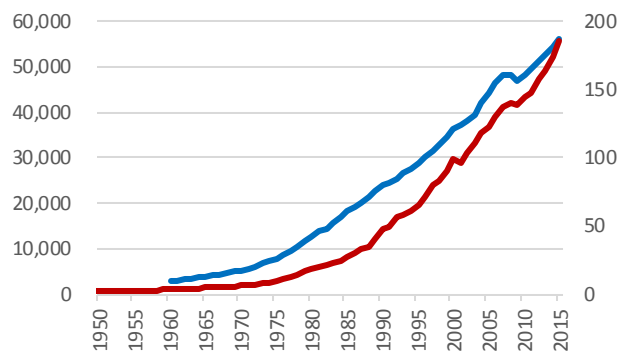
资料来源：Wind 资讯，东海证券研究所

2. 传媒行业展望

2.1 2018 年传媒产值或超 2 万亿

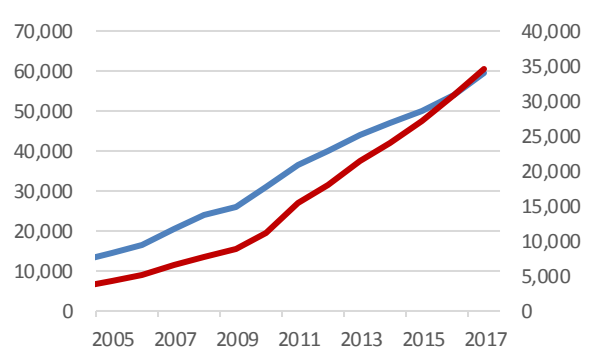
自 2011 年以来，传媒行业在消费和技术升级、政策红利等多因素的共振下，进入到快速发展期。我们认为传媒行业的主要推动力在于人均可支配收入提升带来的消费升级。我们对比美国：自上世纪六七十年代美国人均 GDP 达到 5000 美元以来，文娱行业就进入到爆发期；2011 年中国人均 GDP 为 36403 元，超过 5000 美元的文化消费爆发点，人们的消费结构更偏向于精神文化需求，文娱行业进入到新的成长期。

图 21 美国人均 GDP 与文娱行业增加值对比图



资料来源：Wind 资讯，东海证券研究所

图 22 中国人均 GDP 与文娱行业增加值对比图

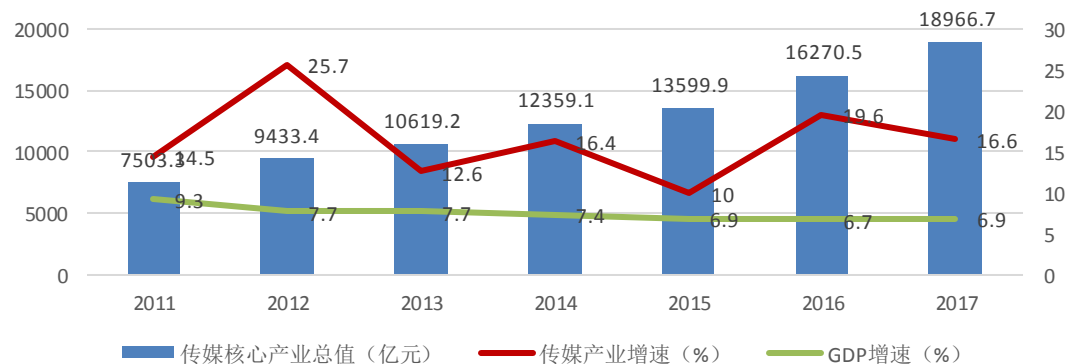


资料来源：Wind 资讯，东海证券研究所

我们认为传媒行业的消费升级是一个迭代的过程，2013 年行业的主要推动力在游戏子板块，因为游戏变现能力最佳；2014 年-2015 年 90 后作为娱乐消费主力将风格切换到 IP 引领的影视子板块；未来随着 95 后逐步成为消费主力军，我们认为二次元文化亦将引领风潮。此外，娱乐技术的快速发展也助力行业持续发展，我们看好 VR 技术重新带动游戏板块，4D 乃至 5D 技术带来影视板块的持续发展，AR 等增强现实的技术也可拉动实景娱乐。我国人均可支配收入的不断提升配合着产业不断升级，娱乐消费产业会稳定增长。

根据《2018 中国传媒产业发展报告》，2017 年我国传媒产业总产值达 18966.7 亿元，同比增长 16.6%，预计 2018 年将达 2 万亿元。

图 23 传媒产业总产值

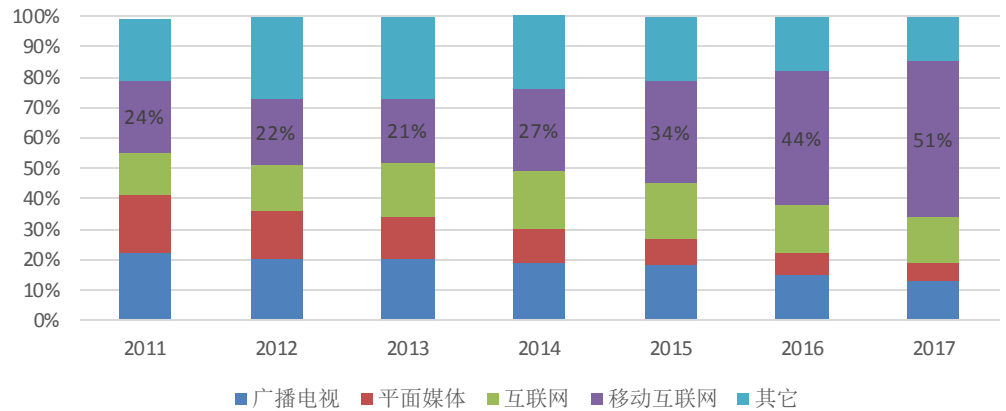


资料来源：《2018 中国传媒产业发展报告》，东海证券研究所

2.2 移动互联网占据传媒产业半壁江山

传统媒体受到新媒体的冲击，市场份额在近几年呈现不断下滑的态势。而移动互联网板块则快速发展，从2011年占传媒整体产业的24%发展到2017年的51%。移动互联网已经占据了传媒产业的半壁江山，移动互联网广告和移动互联网游戏也成为了支柱行业。未来，这种趋势仍将延续。

图 24 2011 年-2017 年传媒产业市场结构变化



资料来源：《2018 中国传媒产业发展报告》，东海证券研究所

2.3 细分行业展望：移动游戏空间较大

根据我们的预测，未来两三年移动游戏具有比较大的市场空间；动漫、影视和互联网广告将会维持较为稳定的增速；端游、页游已达行业天花板；音乐和网络文学处于发展起步阶段，随着消费者对内容版权付费意识的提升，内容付费板块将迎来快速发展。

表 2 各细分领域产业规模和发展前景

细分领域	产业规模 (2017 年)	用户	天花板	发展空间	年均复合增速
网游	2355 亿	5.07 亿	页游、端游已达天花板		
移动游戏	1489 亿	4.5 亿	2020 年达 2648 亿	三年内约 1159 亿	21%
电影	558 亿 (含服务费)	观影人次 16.21 亿	2020 年达 820 亿	三年内约 260 亿	14%
电视剧	200 亿 (版权)	饱和	2020 年达 285 亿	三年内约 85 亿	13%
动漫	1518 亿	3 亿	2018 年达 1765 亿		16%
音乐	30 亿	5.8 亿	2020 年达 80 亿	刚开始发展	39%
网络文学	125 亿	3.8 亿	2020 年达 200 亿	三年内约 75 亿	17%
互联网广告	3010 亿	8.5 亿	2020 年达 4400 亿	三年内约 1400 亿	13%

资料来源：东海证券研究所整理

3. 2019 年看好移动游戏：静待版号恢复发放

3.1 游戏版号暂停发放 行业监管趋严

因监管部门调整，2018 年 3 月 28 日起暂停游戏版号的审批发放。2018 年 6 月 6 日，文化部国产网游备案申报暂停，网站上的申报选项也暂时取消。2018 年 8 月 30 日，教育部等八部委推出《综合防控儿童青少年近视实施方案》，要求国家新闻出版署对网络游戏上线运营数量进行总量调控，控制新增网游商务运营数量；探索符合国情的适龄提示制度，实现游戏分级；采取措施限制未成年人使用时间。近年，游戏行业监管趋严，相关的监管政策梳理如下：

表 3 游戏行业监管政策梳理

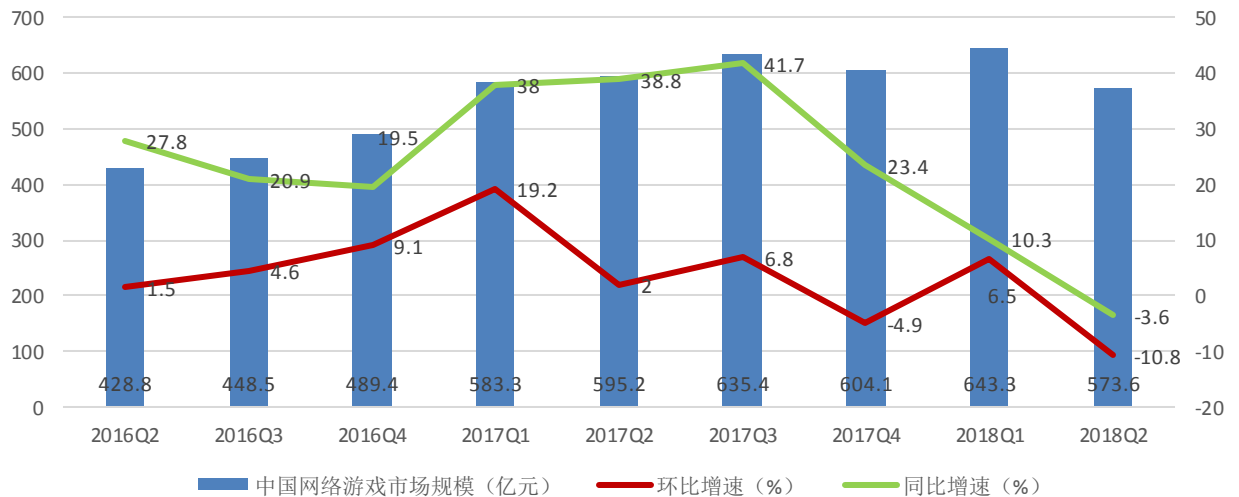
时间	政策	颁布机构	内容
2002 年	《互联网出版管理暂行规定》	新闻出版署和信息产业部	网络游戏上网出版前，必须向所在地省、自治区、直辖市出版行政主管部门提出申请，经审核同意后，报国家新闻出版广电总局审批。
2008 年	《文化部主要职责内设机构和人员编制规定》	国务院	将动漫、网络游戏管理（不含网络游戏的网上出版前审批），及相关产业规划、产业基地、项目建设、会展交易和市场监管职责划给文化部。
2010 年	《网络游戏管理暂行办法》	文化部	国产网络游戏在上网运营之日起 30 日内应当按规定向国务院文化行政部门履行备案手续。
2016 年 6 月	《关于移动游戏出版服务管理的通知》	广电总局	未经总局批准的游戏，不得上网出版运营。在各渠道推广移动 APP 时，必须要取得游戏版号。
2016 年 6 月	《文化部加强移动网络游戏管理规范》	文化部	运营发行移动网络游戏的企业，需要取得《网络文化经营许可证》。
2018 年 2 月	《关于严格规范网络游戏市场管理的意见》	宣传部、网信办、工信部等	整治规范几类产品：一是用户数量大、社会影响力大的头部产品，二是内容低俗、含有暴力色情的产品，三是对未经许可、版号等内容不全的产品，四是来自境外，含有法律法规禁止内容的产品。
2018 年 3 月	《游戏申报审批重要事项通知》	广电总局	由于监管部门调整，全面暂停所有游戏版号的发放。
2018 年 8 月	《综合防控儿童青少年近视实施方案》	教育部等八部委	要求国家新闻出版署对网络游戏上线运营数量进行总量调控，控制新增网游商务运营数量；探索符合国情的适龄提示制度，实现游戏分级；采取措施限制未成年人使用时间。

资料来源：东海证券研究所

3.2 受政策影响 2018 年网游增速出现调整

2018 年 3 月 28 日起暂停游戏版号的审批发放。2018 年 6 月 6 日，文化部国产网游备案申报暂停，网站上的申报选项也暂时取消。受此影响，2018Q2 我国网络游戏市场首次出现同比下滑。2018Q2 中国网络游戏市场规模达 573.6 亿元，环比下跌 10.8%，同比下跌 3.6%。2018 年上半年中国网络游戏市场规模达 1216.9 亿元，同比仅增长 3.26%。

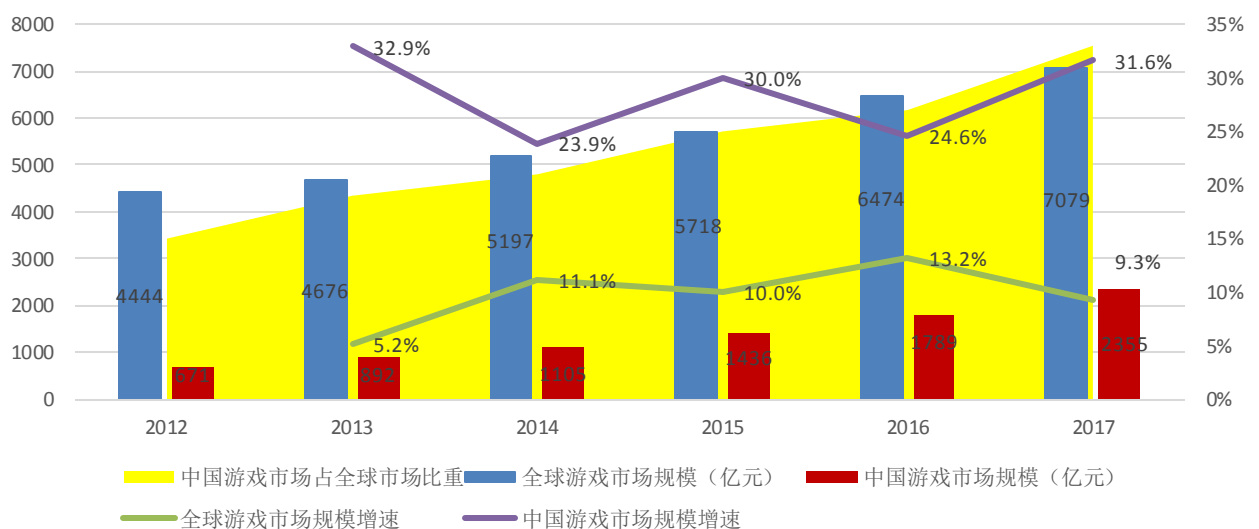
图 25 2016Q2-2018Q2 中国网络游戏市场规模



资料来源：艾瑞咨询，东海证券研究所

2017 年全球游戏市场规模约 7079 亿元，同比增长 9.3%。2017 年我国游戏市场规模约 2355 亿元，同比增长 31.6%。2012 年至 2017 年，中国游戏市场规模占全球比重呈不断上涨态势，2017 年占比约 33%。

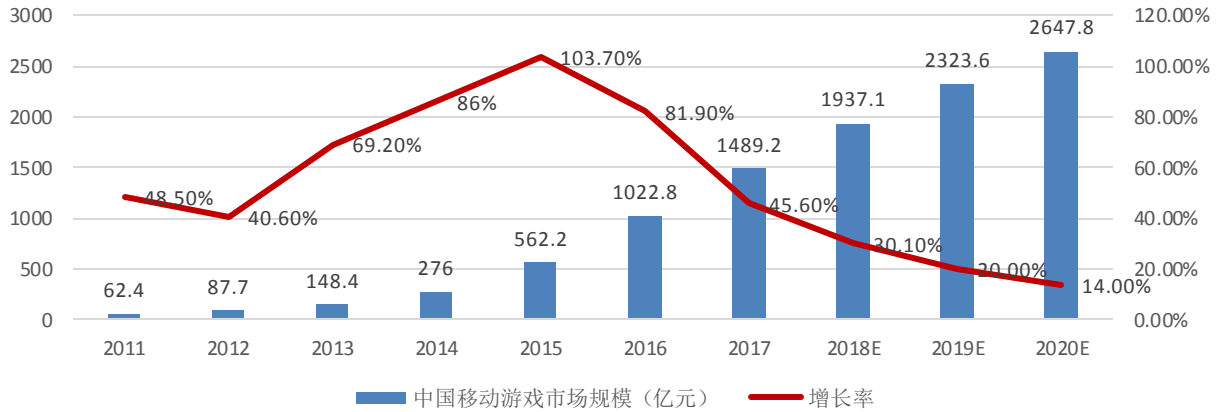
图 26 2012 年-2017 年全球和中国游戏市场规模及增速



资料来源：艾瑞咨询，东海证券研究所

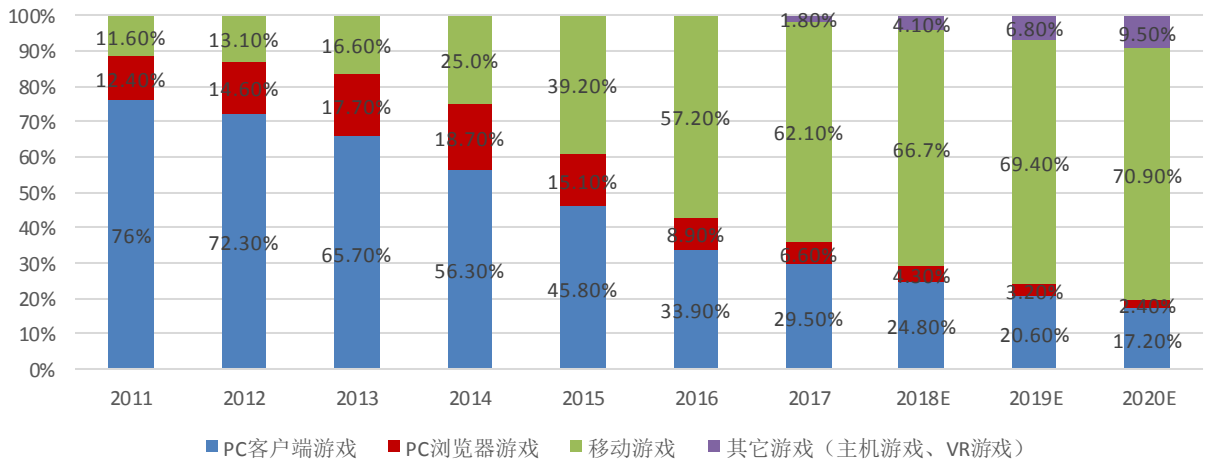
移动游戏在 2016 年首超端游成我国游戏领域第一大细分市场，2017 年依旧保持较高增速。根据艾瑞咨询数据统计，2017 年我国移动游戏市场规模达 1489.2 亿，同比增长 45.6%。在整个网游中占比高达 62.1%。

图 27 我国移动游戏市场规模（亿元）



资料来源：艾瑞咨询，东海证券研究所

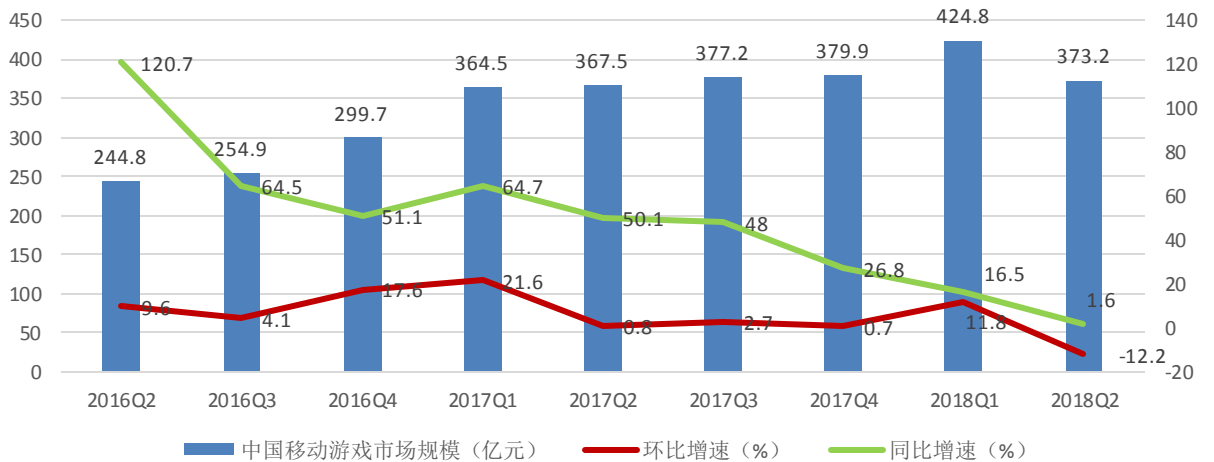
图 28 2011 年至 2020 年中国网络游戏产业细分



资料来源：艾瑞咨询，东海证券研究所

受到版号暂停发放以及高基数等影响，2018 年上半年我国移动游戏市场规模达到 798 亿元，同比仅增长 9%。

图 29 2016Q2-2018Q2 中国移动游戏市场规模



资料来源：艾瑞咨询，东海证券研究所

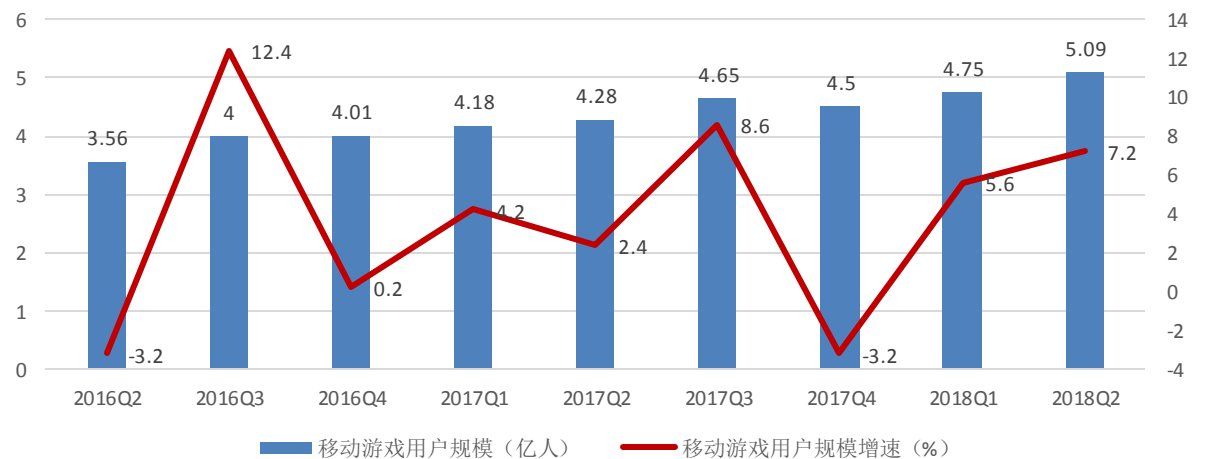
3.3 移动游戏市场空间

根据艾瑞咨询预测，到 2020 年我国移动游戏市场规模将超 2600 亿元。移动游戏市场的高增长有以下几点原因：1) 生活水平的提高、通勤时间增加、网络覆盖普及性、游戏 APP 精准营销等都增加了居民对手游的需求。2) 从供给端看，企业也提供越来越多和端游相媲美的优质游戏产品，创新的运营和商业模式也提供了更多渠道。3) 游戏版号政策的放开会加速行业的规模发展。

3.4 移动游戏行业发展趋势

手游收入=用户数*付费率*人均付费额 (ARPU)，近两年来国内手游用户数逐步趋于稳定，人口红利消失，而付费率也较为稳定。现阶段国内游戏研发商的重点已从开发新客户到增加现有客户的 ARPU 值。

图 30 2016Q2-2018Q2 中国移动游戏用户规模

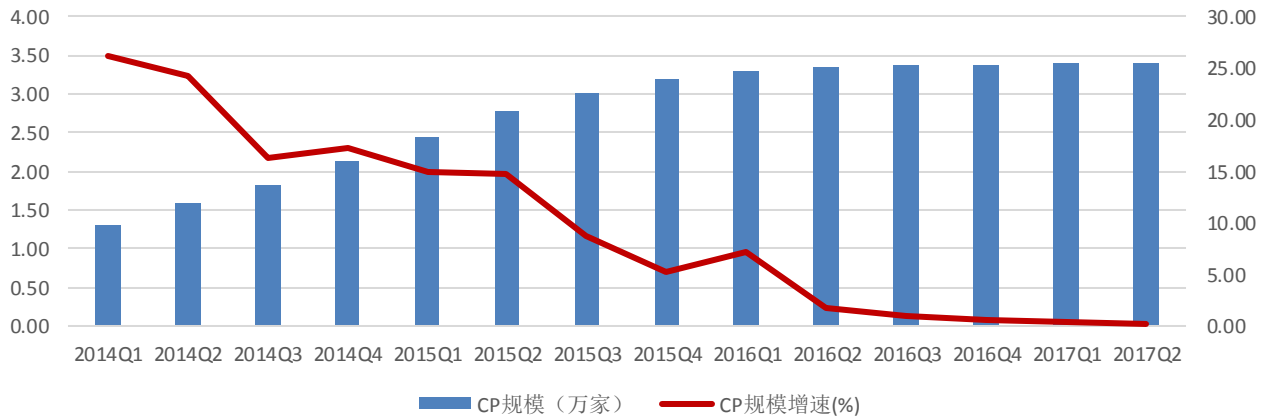


资料来源：艾瑞咨询，东海证券研究所

要增加客户的付费率，必须把握移动游戏行业的发展趋势，我们将移动游戏的发展趋势归纳为以下三点：

1) 精品化：手游产品数量众多，但只有约 20% 的产品可实现盈利，行业虽然整体前景广阔，但竞争也日益加剧，市场已由蓝海到红海到目前的血海，未来将形成寡头垄断格局。面对龙头研发商的高投入、端游大研发商介入手游和海外优质手游引入三大问题，国内中小研发商或因没有精品游戏带来足够的资金回流而产生资金链断裂。根据 TalkingData 统计数据显示，国内移动游戏研发商数量增速自 2014 年以来一路呈现下滑态势。

图 31 国内移动游戏研发商数量



资料来源：TalkingData，东海证券研究所

2) IP 化：自移动游戏进入爆发期，很多大型端游和页游研发商比如网易、盛大、完美世界和西山居等也纷纷进入到这个领域，将已经成功的端游、页游 IP 手游化，IP 自带的粉丝效应可以有效降低用户的获取成本，吸引大部分原来的玩家。并且端游研发商具有丰富的研运经验，大幅提高手游游戏产品的品质，比如网易的《梦幻西游》和巨人网络的《征途》等。我们参考 APP Store 的数据，2017 年中国移动游戏 APP Store 畅销榜 TOP10 中有 7 款，TOP20 中有 15 款为带有 IP 的游戏。

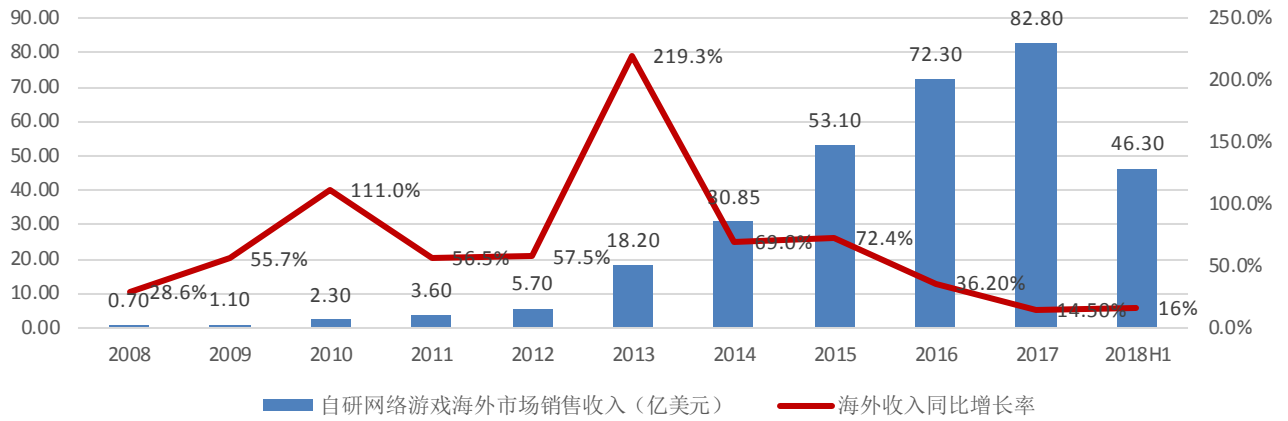
表 4 2017 年中国移动游戏 APPStore 畅销榜 TOP20

排名	游戏名称	上榜率	IP	排名	游戏名称	上榜率	IP
1	王者荣耀	100%		11	仙剑奇侠传五	24.1%	是
2	梦幻西游	100%	是	12	热血江湖	22.2%	是
3	倩女幽魂	97.3%	是	13	胡莱三国 2	19.7%	
4	大话西游	78.4%	是	14	Fate/Gran Order	19.2%	是
5	阴阳师	62.5%		15	九州天空城 3D	16.2%	是
6	天龙八部	57%	是	16	永恒纪元	15.3%	
7	新剑侠情缘	46%	是	17	梦幻诛仙	15.3%	是
8	魂斗罗	35.3%	是	18	穿越火线	13.7%	是
9	龙之谷	32.9%	是	19	大天使之剑 H5	12.6%	是
10	乱世王者	28.8%		20	火影忍者	12.3%	是

资料来源：APP Store 数据整理，东海证券研究所

3) 国际化: 国际市场为中国移动游戏提供了一片新的天地, 未来能把握住海外市场的游戏研发商更有竞争优势。根据伽马数据显示, 2008 年到 2018 年, 我国网络游戏海外市场销售收入呈现不断上涨的趋势。2018 年上半年我国自主研发网游海外市场销售收入达 46.3 亿美元, 同比增长 16.0%。

图 32 2008-2018 年中国自研网络游戏国外市场销售收入

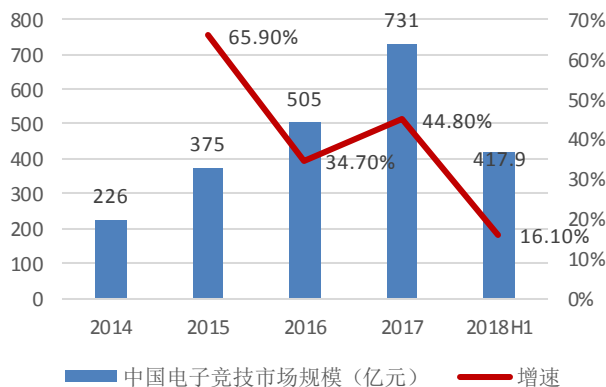


资料来源: 伽马数据, 东海证券研究所

4) 电竞化: 近年来, 电子竞技迎来若干利好政策。2016 年, 国家发改委在《关于印发促进消费带动转型升级行动方案的通知》中要求“在做好知识产权保护和对青少年引导的前提下, 以企业为主体, 举办全国性或国际性电子竞技游戏赛事活动”, 同时中国教育部也将电竞专业纳入高等教育体系。2017 年, 亚洲奥林匹克理事会将电子竞技纳入亚运会, 电竞亦获得了国际奥委会的认可。2022 年, 电竞将作为杭州亚运会的正式比赛项。

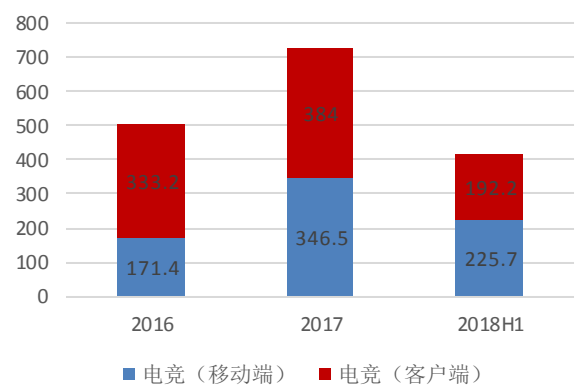
根据伽马数据, 电竞游戏规模在 2014 年到 2017 年呈现快速发展。2018H1 电竞游戏市场规模达 417.9 亿元, 同比增长 16.1%。其中移动电竞和端游电竞市场规模分别为 225.7 亿元和 192.2 亿元, 增速分别为 27.9%和 4.8%。

图 33 中国电子竞技游戏市场规模



资料来源: 伽马数据, 东海证券研究所

图 34 中国电子竞技游戏营收结构 (亿元)



资料来源: 伽马数据, 东海证券研究所

3.5 游戏板块投资策略

因为电子竞技相关公司集中于港股，我们看好以下几类游戏公司：1) 拥有优质 IP 版权和成功精品 IP 开发运营经验的公司。2) 海外出口产品份额占比较高的移动游戏研发商。

4. 行业策略及重点覆盖公司

综上所述，我们梳理出 2019 年传媒行业的投资主线：未来两三年，移动游戏板块市场空间较大。随着将来游戏版号政策的放开，手游公司的业绩和估值都将迎来反弹，形成戴维斯双击。我们看好以下两类游戏公司：**1) 拥有优质 IP 版权和成功精品 IP 开发运营经验的公司**，建议关注完美世界、三七互娱（手游研运龙头）。**2) 海外出口产品份额占比较高的移动游戏研发商**，建议关注中文传媒（游戏出海龙头）。

4.1 完美世界

“游戏+影视”双轮驱动：完美世界的游戏业务覆盖手游、端游和主机游戏。公司在 2016 年上线的主打 IP 手游《诛仙》，当年获得了 10 亿流水，2017 年发布的周年庆资料片《诛仙手游》亦获得良好业绩。根据艾瑞咨询的统计数据，其移动游戏营业收入仅次于腾讯和网易，排名 2017 年中国移动游戏上市企业营收榜第三名。公司目前游戏储备丰富，包括主力 IP 手游《完美世界》、《神雕侠侣 2》等。影视方面，公司出品的《香蜜沉沉烬如霜》、《娘道》均为卫视电视剧收视冠军，储备电视剧有《半生缘》等。

完美世界 2018 年前三季度实现营收 55.13 亿，同比下滑 0.2%；实现归母净利润 13.17 亿，同比增长 22.18%；实现扣非后净利润 11.05 亿，同比增长 10.28%，收入下滑主要因剥离院线业务。

4.2 三七互娱

“页转手”标杆公司，坚持精品 IP 战略：公司此前为仅次于腾讯的页游研运巨头，在 2016 年靠自研手游《永恒纪元》的爆发，成为“页转手”标杆企业。IP 手游《大天使之剑 H5》亦跻身 2017 年中国移动游戏 APP Store 畅销榜 TOP 20。公司坚持精品 IP 为核心的战略，目前储备有游戏 IP《传奇》《奇迹 MU》等、影视 IP《武神赵子龙》《天将雄师》《西游伏妖篇》等、文学 IP《傲世九重天》《天启之门》《狂仙》《寻秦记》《雪鹰领主》等、动漫 IP《航海王》等。

完美世界 2018 年前三季度实现营收 55.34 亿，同比增长 23.98%；实现归母净利润 12.18 亿，同比增长 0.58%；实现扣非后净利润 11.68 亿，同比增长 9.15%。

资本市场指标：公司于 2018 年 9 月完成第二期员工持股计划，共成交 2.5 亿，成交均价为 9.5 元/股。

4.3 中文传媒

移动游戏出海龙头：中文传媒主营传统出版业务，2015 年 1 月收购手游开发商智明星通开始布局新媒体业务。根据 Sensor Tower 的数据，2017 年智明星通有 3 款游戏跻身中国手游海外收入 TOP 30 榜单，其中自研爆款游戏《COK 列王的纷争》连续四年蝉联榜单首位。公司目前储备的 IP 有《全面战争：王者归来》和《使命召唤》等。

中文传媒 2018 年前三季度实现营收 89.89 亿，同比下滑 0.02%；实现归母净利润 12.07 亿，同比增长 9.58%；实现扣非后净利润 11.52 亿，同比增长 8.8%。

资本市场指标：公司于 2018 年 10 月发布公告称，拟以集中竞价交易方式回购不低于人民币 1.5 亿元且不超过人民币 6 亿元，回购价格不超过 15 元/股。

风险提示

市场风险、政策风险

分析师简介:

王雨苗: FRM, 美国德雷克赛尔大学金融学硕士, 2014年加入东海证券研究所, 任职传媒行业研究员。

附注:

一、市场指数评级

看多——未来6个月内上证综指上升幅度达到或超过20%

看平——未来6个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间

看空——未来6个月内上证综指下跌幅度达到或超过20%

二、行业指数评级

超配——未来6个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过10%

标配——未来6个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间

低配——未来6个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

三、公司股票评级

买入——未来6个月内股价相对强于上证指数达到或超过15%

增持——未来6个月内股价相对强于上证指数在5%—15%之间

中性——未来6个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间

减持——未来6个月内股价相对弱于上证指数5%—15%之间

卖出——未来6个月内股价相对弱于上证指数达到或超过15%

四、风险提示

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用,并不构成对客户投资建议,并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证,建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

五、免责声明

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务,本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

分析师承诺“本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在利益关系”。本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

六、资格说明

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
电话: (8621) 20333619
传真: (8621) 50585608
邮编: 200215

北京 东海证券研究所

地址: 北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
电话: (8610) 66216231
传真: (8610) 59707100
邮编: 100089