

增持

——维持

证券研究报告 / 行业研究 / 季度策略

日期：2019 年 3 月 20 日

行业：传媒行业



分析师：滕文飞

Tel: 021-53686151

E-mail: tengwenfei@shzq.com

SAC 证书编号：S0870510120025

分析师：胡纯青

Tel: 021-53686150

E-mail: huchunqing@shzq.com

SAC 证书编号：S0870518110001

## 持续推荐游戏成长股 关注广电、影视机会

### ——2018 年文化娱乐行业春季投资策略

#### ■ 主要观点：

影视娱乐消费平稳，科技推动内容创新。

受移动网络用户高涨的碎片化娱乐需求影响，细分领域不断出现爆发性增长热点，短视频/直播、在线视频、小程序业务发展迅速。新一代 95/00 后为代表的用户付费意识与意愿大幅提升，多个新兴付费行业崛起。预计 2019 年全国付费视频会员人数将超过 3 亿。用户对视频内容需求将更加多元化，市场将加速细分，进入精品化时代。

超高清规划出台，关注广电有线行业。

《超高清视频产业发展行动计划（2019-2022 年）》出台，超高清视频是继视频数字化、高清化之后的新一轮重大技术革新。超高清视频产业发展，涉及核心元器件、视频生产设备、网络传输设备、终端呈现设备、应用与服务等多个行业，预计 2022 年产业总体规模有望超过 4 万亿元，超高清视频用户数达到 2 亿。

游戏版号审批重开，行业景气向好。

游戏版号审批恢复后，新游戏供给增加，行业收入增速在 2019Q2 左右有望回升。买量点击转化率转好利好游戏推广。手游出海进军日美，市场空间进一步打开。云游戏、VR/AR 游戏的发展有望为行业带来新增量。

关注教育出版边际改善及足球产业事件催化。

出版行业关注政策消化、成本改善、需求增长的教育出版行业；体育行业关注申办亚洲杯、世界杯扩容、吴磊加盟西甲球队等事件催化。

■ 投资建议：评级未来十二个月内，传媒行业评级“增持”。

关注光线传媒、东方明珠、万达电影、吉比特、中文传媒、三七互娱。

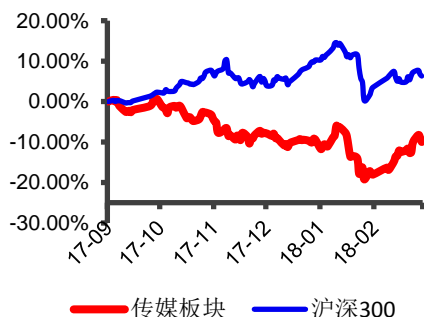
#### ■ 数据预测与估值：

重点关注股票业绩预测和市盈率

公司名称	股票代码	股价	EPS			PE			PBR	投资评级
			17A	18E	19E	17A	18E	19E		
光线传媒	300251	8.85	0.28	0.86	0.37	31.85	10.30	23.92	2.67	谨慎增持
东方明珠	600637	12.71	0.65	0.69	0.80	19.50	18.42	15.89	1.56	谨慎增持
万达电影	002739	23.74	0.86	0.94	1.32	27.59	25.26	17.98	3.31	谨慎增持
吉比特	603444	212.78	8.48	9.40	10.8	25.09	22.63	19.63	5.70	谨慎增持
三七互娱	002555	14.97	0.76	0.77	0.95	19.70	19.44	15.76	5.29	增持
中文传媒	600373	16.24	1.14	1.19	1.33	14.25	13.65	12.21	1.74	谨慎增持

资料来源：上海证券研究所；股价数据为 2019 年 3 月 19 日收盘价

最近 6 个月行业指数与沪深 300 指数比较



报告编号：TWF19-QIT01

重要提示：请务必阅读尾页分析师承诺和免责声明。

## 目 录

<b>一. 影视娱乐消费平稳 科技推动内容创新 .....</b>	<b>1</b>
1.1 新生代消费者消费意愿提升，创新娱乐方式受追捧。 .....	1
1.2 2月电影票房创历史新高。 .....	2
1.3 院线集中度提升，三线以下城市增速快。 .....	3
1.4 电视剧：精品化趋势明显。 .....	3
1.5 在线视频：用户规模持续增长。 .....	4
1.6 政策回暖，超高清规划出台利好广电有线。 .....	6
<b>二. 游戏行业：版号审批重开，行业景气向好 .....</b>	<b>6</b>
2.1 2018年国内游戏市场收入增长乏力。 .....	6
2.2 版号审批终恢复，成为中短期重要催化剂。 .....	7
2.3 买量成为大厂博弈的战场，下半年用户激活率有所提升。 .....	10
2.4 手游出海持续高增长，头部产品发力日美市场。 .....	11
2.5 5G技术有望弥补云游戏、VR/AR游戏技术短板。 .....	13
<b>三. 出版行业：图书出版市场增长稳健，教材教辅市场有望复苏 .....</b>	<b>14</b>
3.1 图书零售市场保持两位数增长 .....	14
3.2 多重利好刺激，教育出版行业有望复苏 .....	15
<b>四. 体育行业：增长势头良好，关注事件催化 .....</b>	<b>16</b>
4.1 体育产业规模及增加值持续增长，体育服务业快速发展 .....	16
4.2 关注足球产业事件催化 .....	18
<b>五. 行业表现及估值 .....</b>	<b>19</b>
5.1 年初至今板块表现好于沪深300指数。 .....	19
5.2 相对估值水平处在低位区间。 .....	19
<b>六. 重点关注公司 .....</b>	<b>20</b>
<b>七. 风险提示 .....</b>	<b>21</b>

## 图

图 1 2018 年我国泛娱乐生态各领域付费规模预测 (亿元) ..	1
图 2 00/05 后消费者休闲时间主要娱乐方式.....	1
图 3 2018 年 4 月-2019 年 3 月 18 日国内月度票房 (万元) ..	2
图 4 截止到 2019 年 3 月 18 日月票房情况.....	2
图 5 2013-2018 年 1-5 线城市占比.....	3
图 6 2015-2019 年在线视频行业付费用户规模.....	5
图 7 中国游戏市场收入规模及增速 (亿元) .....	6
图 8 中国游戏市场用户规模及增速 (百万人) .....	6
图 9 中国手机游戏市场收入规模及增速 (亿元) .....	7
图 10 新上线手机游戏 App 数量及行业月活变动趋势.....	8
图 11 手游行业总使用时长同比下滑.....	8
图 12 手机游戏中大多数细分品类的用户人均使用时长同比下滑.....	8
图 13 近期版号发放数量.....	9
图 14 2018 买量游戏厂商 Top10 .....	10
图 15 2018 年首次投放广告的游戏数占比.....	11
图 16 2018 年手游行业买量广告点击激活率.....	11
图 17 总部位于中国的发行商所发行游戏的海外用户支出 ..	11
图 18 2018 年中国手游出海收入 Top30 .....	12
图 19 中国图书零售市场码洋规模 (亿元) .....	14
图 20 双胶纸市场价走势 (北京-UPM-70-100g) (元/吨) ..	15
图 21 K12 在校生数整体走势 (万人) .....	16
图 22 我国体育产业总产出及增加值 (万亿元) .....	16
图 23 2017 年体育产业各类别情况.....	17
图 24 中国足球运动受众情况.....	18
图 25 2019 年初至今传媒板块表现落后于沪深 300 指数 (%) .....	19
图 26 传播与文化产业历史市盈率(TTM, 整体法) .....	20

## 表

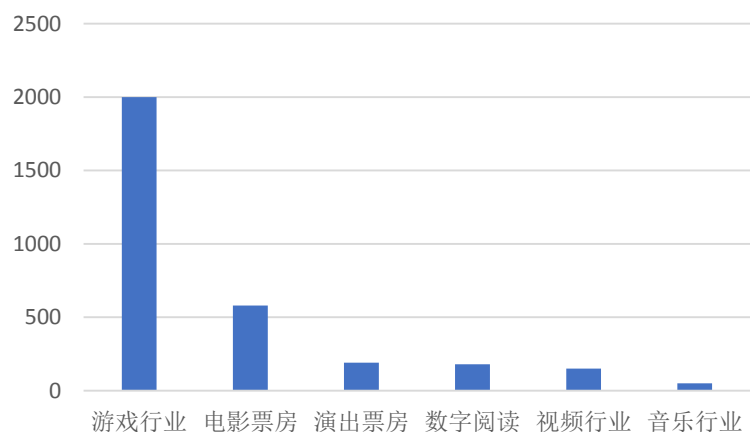
表 1 全国国产电视剧发行许可证颁发情况.....	4
表 2 2019 年重点影视公司剧目 .....	4
表 3 2019 年三大网络平台部分重点剧目 .....	5
表 4 主要云游戏平台情况.....	13

## 一. 影视娱乐消费平稳 科技推动内容创新

### 1.1 新生代消费者消费意愿提升，创新娱乐方式受追捧。

受移动网络用户高涨的碎片化娱乐需求影响，泛娱乐产业呈现玩法多元化趋势，行业迎来前所未有的高速发展期，生态化平台的整体协同能力和商业价值正在逐步凸显。细分领域不断出现爆发性增长热点，短视频/直播、在线视频、小程序业务发展迅速。新一代 95/00 后为代表的用户付费意识与意愿大幅提升，多个新兴付费行业崛起。根据艺恩数据，2018 年娱乐产业规模总体预计超过 6500 亿元，上游内容付费市场达 3400 亿元，其中视频付费规模增速 40% 以上。

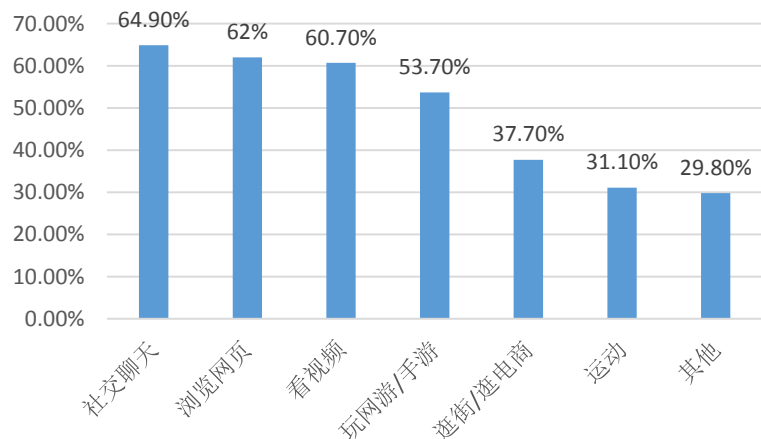
图 1 2018 年我国泛娱乐生态各领域付费规模预测（亿元）



数据来源：艺恩智库 上海证券研究所

用户需求增长集中在社交、游戏等领域。新生代消费者有着非常良好的产品付费习惯，其中 59% 的用户倾向于按需或次数付费，而 5% 的用户则有 3 个以上平台的年付费会员。

图 2 00/05 后消费者休闲时间主要娱乐方式

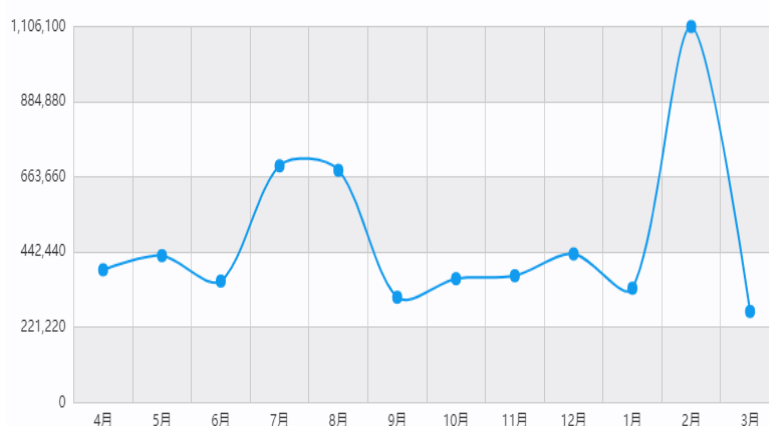


数据来源：企鹅调研平台 上海证券研究所

## 1.2 2月电影票房创历史新高。

2018年国内电影票房609.76亿元，同比增长9.06%。2019年2月电影票房达110亿，再创月度票房历史新高。2月共放映影片约1040.56万场，吸引2.59亿观众观影。2月中国新增影院203家、银幕1221块，截至2月底，全国共有影院10493家、银幕62310块。春节档上映的科幻片《流浪地球》毫无悬念夺得单月票房冠军，单月票房超44亿元。排名前三位的电影票房占比合计占当月总票房的75%。2019年Q1整体票房有望保持小幅增长，看好Q2票房继续保持回升态势。

图3 2018年4月-2019年3月18日国内月度票房（万元）



数据来源：艺恩咨询 上海证券研究所

图4 截止到2019年3月18日月票房情况

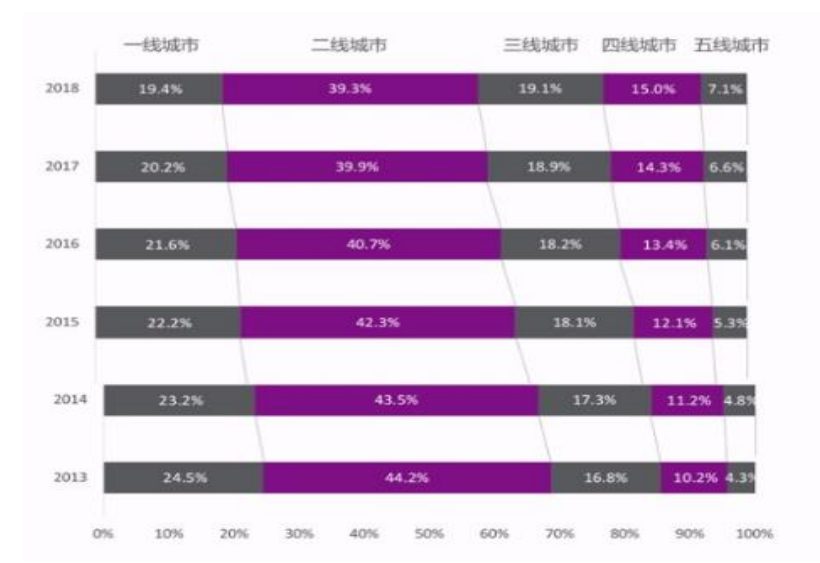
单月票房（万）	（环比变化）	放映场次（环比变化）	观影人次（万）	（环比变化）	当月票房冠军
2019年3月	268537-75.72%	5712096-45.33	7726-70.32%		惊奇队长 本月 88469万 占33%
2019年2月	1106096+228.44%	10449228+0.19	26033+169.57%		流浪地球 本月 443082万 占40%
2019年1月	336768-23.03%	10428899+7.36	9657-22.19%		大黄蜂 本月 110566万 占33%
2018年12月	437553+17.11%	9714098+0.12	12412+15.14%		海王 本月 185218万 占42%
2018年11月	373613+2.41%	9702572-2.72	10780+1.70%		毒液：致命守护者 本月 174779万 占47%
2018年10月	364812+17.60%	9973740+10.34	10600+20.09%		无双 本月 117056万 占32%
2018年9月	310221-54.61%	9038924-9.03	8826-54.36%		碟中谍6：全面瓦解 本月 106656万 占34%
2018年8月	683523-1.88%	9936107+3.85	19341-2.38%		一出好戏 本月 132371万 占19%
2018年7月	696618+94.70%	9568194+5.46	19812+89.00%		我不是药神 本月 304130万 占44%
2018年6月	357793-17.29%	9073197+2.50	10483-13.32%		侏罗纪世界2 本月 150683万 占42%
2018年5月	432590+10.67%	8852293-0.49	12094+5.91%		复仇者联盟3：无限战争 本月 218298万 占50%
2018年4月	390900-23.66%	8896272-2.79	11419-22.27%		头号玩家 本月 110832万 占28%

数据来源：艺恩咨询 上海证券研究所

### 1.3 院线集中度提升，三线以下城市增速快。

2018 年万达院线票房 77.46 亿元，以 13.69% 的占比排名第一，TOP3 院线票房占比 31.52%，整体票房继续向头部院线集中。2018 年，我国银幕数量跃居世界第一，银幕数已超过 60000 块，银幕数较前一年增长了 17%，单荧幕产出继续下滑，说明很多影厅的上座率偏低，银幕数对观影人群的拉动力在降低。三四五线城市票房同比增速更高，成为拉动国内票房增长的主要力量。重点布局三到五线城市的大地系及横店系院线市占率上升较多。

图 5 2013-2018 年 1-5 线城市占比



数据来源：艺恩咨询 上海证券研究所

### 1.4 电视剧：精品化趋势明显。

随着电视开机率下滑及广告收入减少，近五年电视剧产量呈现逐年下滑趋势。2018 年我国共有 323 部，13726 集电视剧被颁发发行许可证。现实题材剧目共计 204 部 8270 集，分别占总部数、集数的 63.16%、60.25%。播放时间渠道和时间减少倒逼影视公司必须产出更多精品内容才能抢占市场。同时网络平台的付费点播模式也对电视剧制作企业提出了更高的质量要求。大剧网络播放量逐年飙升，且头部大剧播放量更加集中，优质的头部大剧成为各平台竞相争夺的资源。在以全网热度替代传统的播放量数据以后，电视剧本身质量更为重要，精品化是未来的主要趋势。

表 1 全国国产电视剧发行许可证颁发情况

年份	部数	集数
2011	469	14942
2012	506	17703
2013	441	15770
2014	429	15983
2015	394	16540
2016	334	14912
2017	314	13470
2018	323	13726

数据来源：国家广播电影电视总局 上海证券研究所

2019 年将有超过 60 部的剧目在各电视台播出,《江河水》、《国宝奇旅》、《伞兵魂》等献礼剧和《人民的财产》、《深渊行者》等国家题材是卫视布局的重点。独播仍是主流趋势,招商剧中独播剧的数量超过 70%,湖南卫视 22 部待播剧里,仅有 2 部与其他卫视联播,东方卫视独播剧达 7 部。2019 年古装剧退热,献礼剧扎堆播出的电视剧播出格局基本确定。

表 2 2019 年重点影视公司剧目

公司名称	剧目名称	拟播放平台
华策影视	绝代双骄	湖南卫视
慈文传媒	风暴舞	东方卫视
新丽传媒	芝麻胡同	东方卫视、北京卫视
	庆余年	东方卫视、浙江卫视
	渴望生活	东方卫视、浙江卫视
幸福蓝海	国宝奇旅	江苏卫视
	我要和你在一起	江苏卫视
万达影视	伞兵魂	江苏卫视

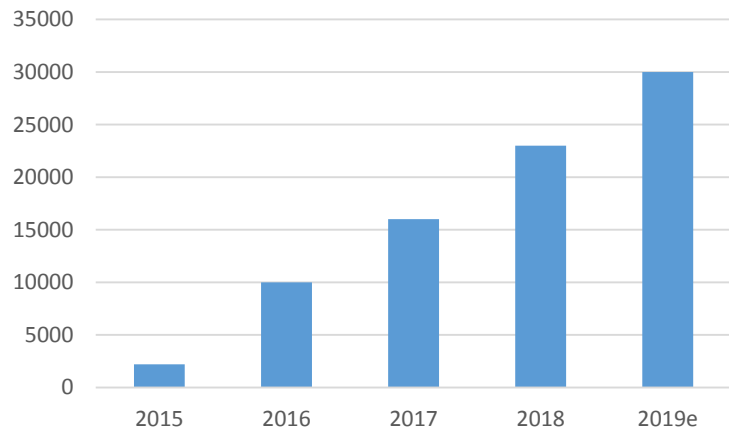
数据来源：犀牛娱乐 上市公司公告 上海证券研究所

## 1.5 在线视频：用户规模持续增长。

2018 年付费用户规模超过 2 亿,增速远超市场预期,视频付费市场潜力巨大。从爱奇艺等视频平台披露的数据看,爱奇艺付费用户达 8740 万,腾讯、优酷视频、芒果 TV 付费用户数也保持增长。会员服务收入的增长归因为优质内容,特别是原创爆款内容以及多样化的运营措施推动了订阅会员数量强劲增长。根据爱奇艺公布信息显示,2019 年其片单储备超过 200 部作品,平台排播模式改变亦吸引了会员订阅和留存。预计 2019 年全国付费视频会员人数将超过 3 亿,仍将保持快速增长。



图 6 2015-2019 年在线视频行业付费用户规模



数据来源：艺恩咨询 上海证券研究所

根据艺恩数据，2018 年视频平台共上线 3134 部内容，其中会员独占内容为 1853 部，占比 59%。优质内容仍是吸引付费会员的主要因素。从 2019 年各视频网站片单看，依然手握众多高质量的剧集版权，会员独占的收看属性具有聚众和引爆内容的优势。在许多大剧背后都有视频网站参与投资的影子，网台联动是未来影视剧行业重要的发展方向。

表 3 2019 年三大网络平台部分重点剧目

平台名称	剧目名称
优酷	白夜追凶 2、司藤、头条都是他、藏地密码、我不能恋爱的女朋友、强风吹拂、上锁的房间、民国少年侦探社、他看见你的声音、PTU 机动部队、天雷一部之春花秋月、等等啊我的青春、最动听的事、天醒之路、平妖传、青囊传、天坑鹰猎、长安十二时辰、平凡的荣耀
	黄金瞳、破冰行动、外八行、租界少年热血档案、风暴舞、七月与安生、烈火军校、蜜汁炖鱿鱼、爱情公寓 5、小欢喜、人民的财产、大江大河、渴望生活、唐人街探案、霍元甲、新白娘子、两世欢、鬓边不是海棠红
爱奇艺	九州 斛珠夫人、三生三世枕上书、知否、双世宠妃、孤城闭、庆余年、九州缥缈录、大秦帝国之天下、将夜第二季、全职高手、致我们暖暖的小时光、夜空中最闪亮的星、鬼吹灯之怒晴湘西、古董局中局、恶魔法则、绅探、乌云遇皎月、刀锋上的救赎、大江大河、人民的财产、国家行动、小团圆、天龙八部、仙剑奇侠传一
腾讯视频	

数据来源：犀牛娱乐 视频网站 上海证券研究所



## 1.6 政策回暖，超高清规划出台利好广电有线。

工业和信息化部、国家广播电视总局、中央广播电视总台三部门印发《超高清视频产业发展行动计划（2019-2022 年）》的通知。该计划指出，超高清视频是继视频数字化、高清化之后的新一轮重大技术革新。有望促进我国信息产业和文化产业整体实力提升。超高清视频产业发展，涉及核心元器件、视频生产设备、网络传输设备、终端呈现设备、应用与服务等多个行业，对核心关键器件的生产、高清节目的供给等都提出了更高的要求。根据规划，2022 年在政策引导和各方资源积极投入下，产业总体规模有望超过 4 万亿元，超高清视频用户数达到 2 亿。

## 二. 游戏行业：版号审批重开，行业景气向好

### 2.1 2018 年国内游戏市场收入增长乏力。

2018 年我国游戏市场整体收入规模 2144.3 亿元，同比增长 5.30%，收入增速为近几年来最低值。游戏市场用户规模达 6.26 亿人，同比增长 7.3%，增速有所回升。玩家基数极大的“吃鸡”类游戏在 2018 年持续表现火爆，一方面，吸引了大量新玩家加入，帮助拓展了行业用户边界；另一方面，相较于较高的用户活跃度，该类游戏的单用户付费水平不高，且部分“吃鸡”手游的收入变现仍然受阻，是造成 2018 年行业收入增长不及预期的重要原因之一。

图 7 中国游戏市场收入规模及增速（亿元）

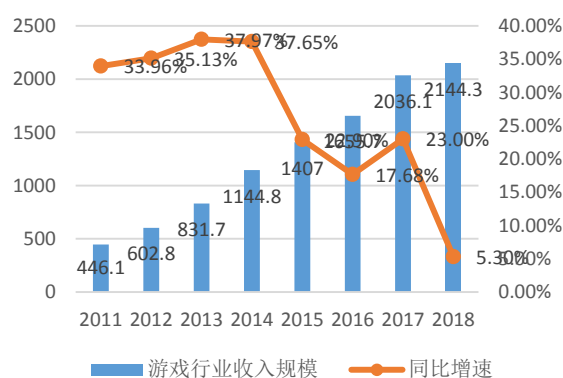
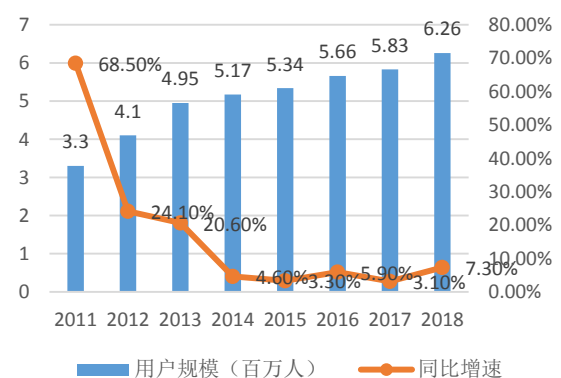


图 8 中国游戏市场用户规模及增速（百万人）



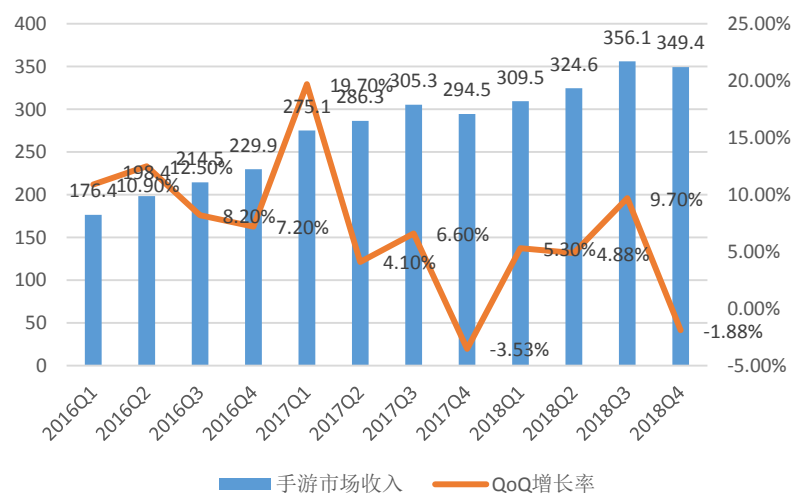
数据来源：GPC、CNG&IDC 上海证券研究所

数据来源：GPC、CNG&IDC 上海证券研究所

2018 年国内手游市场实现收入 1339.6 亿元，同比增长 15.4%，手游市场依然是推动游戏行业收入增长的最主要贡献者。分季度看，2018Q3 手游市场增速明显回暖，同比增长 16.6%，环比增长 9.7%，增速为近 6 个季度最高。但到了 Q4，增速迅速下滑至环比减少 1.88%。

我们认为，行业增速在 Q3 短期回升主要是由于各大游戏厂商共同发力暑期档，期间新游上线数量较多，新游质量较高，推广力度较大等多重因素共同带动暑期档新游流水贡献超预期所致。而各大游戏公司之所以共同发力暑期档一方面是因为暑期档为游戏行业传统旺季，玩家在线时间较长，新游投放效果相对较好；而另一方面则是因为 2018 年版号审批暂停后，二季度新游特别是优质新游的投放力度放缓，玩家比往常更加渴望优质新游的出现。在这种情况下，各大游戏厂商纷纷发力暑期档，并在新游上线前的口碑推广，上线后的买量推广上投入了更多的资源，这才带来了手游市场大幅回暖。而进入 Q4，在经历了暑期新游的密集上线后，市面上有版号但尚未上线的优质游戏资源进一步减少，四季度新游上线数量大幅减少，且近年来新游生命周期进一步缩短，结束推广期后流水快速下滑现象较为普遍，最终导致 Q4 手游市场收入规模环比下滑。

图 9 中国手机游戏市场收入规模及增速（亿元）



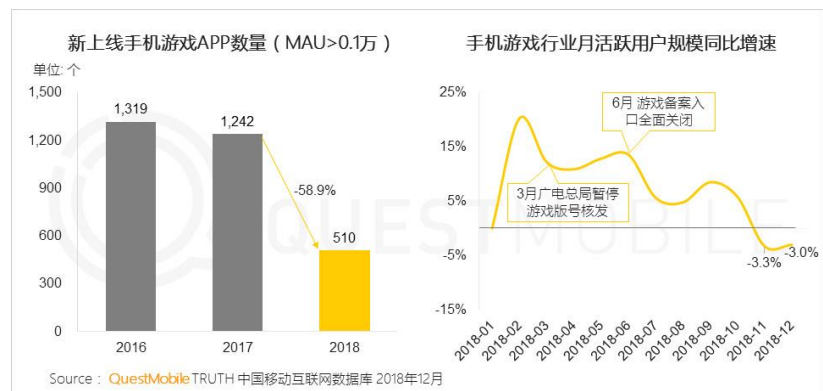
数据来源：GPC、CNG&IDC 上海证券研究所

## 2.2 版号审批终恢复，成为中短期重要催化剂。

在 2016 年版号审查规范化之后，新上线的网络游戏只有在取得版号后才能从事商业运营。而在 2018 年 3 月至 12 月，游戏版号的审批暂停了整整大半年，造成市场上新游戏的供给数量大大减少。对于大多数游戏，在游戏上线后的一段时间内，其用户活跃度及收入水平往往都维持在该游戏整个生命周期中的最高水平，新游戏供给的减少不仅仅影响了游戏行业的收入增长，对于行业整体用户活跃度等指标也构成了不利影响。考虑到手游生命周期较短，迭代较快，版号暂停对手游板块的影响更为显著。根据 QuestMobile 的统计，

2018 年新上线且月活跃用户过千的手机游戏数量较 2017 年大幅下滑了 58.9%。尤其是 2018Q4，随着游戏厂商持有版号的少量库存游戏消耗殆尽，手游市场单季度收入增长出现明显滑坡。从细分品类看，仅有少量竞技类游戏能够将产品的月活、流水峰值后置，因此 MOBA、飞行射击类游戏的人均使用时长在 2018 年仍然有一定程度增长。但是，其余品类的游戏以及游戏行业整体的使用时长在 2018 年呈现不同幅度减少的态势。

图 10 新上线手机游戏 App 数量及行业月活变动趋势



数据来源: QuestMobile 上海证券研究所

图 11 手游行业总使用时长同比下滑



数据来源: QuestMobile 上海证券研究所

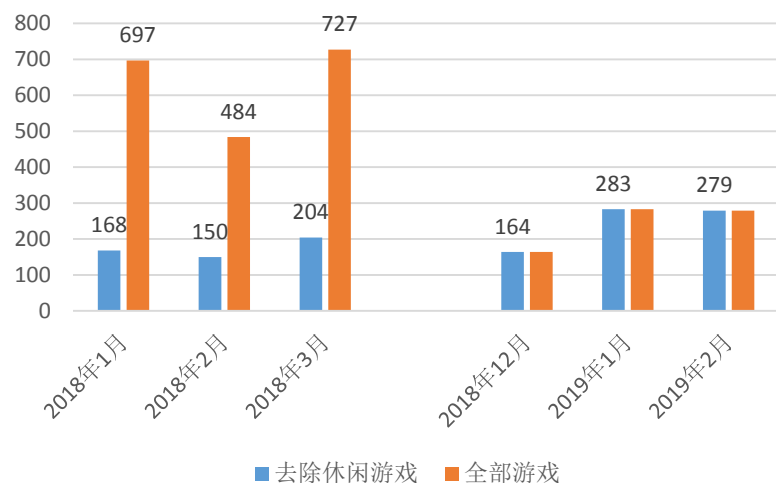
图 12 手机游戏中大多数细分品类的用户人均使用时长同比下滑



数据来源: QuestMobile 上海证券研究所

前面我们讨论了版号审批暂停对游戏行业带来的负面影响，基于同一逻辑，在2018年12月版号审批恢复后，市场上新游戏供给的增加大概率将带动行业增速回暖。从近期版号的发放数量来看，单一月份版号的发放数量较版号审批暂停之前有着较大幅度的减少。从新发放版号的构成上看，过去占比较高的各种不含剧情的休闲益智游戏均未出现。如果排除这类游戏再来比较版号暂停前后的数量变化，那么版号的发放数量较版号暂停前甚至有所增加。当然，目前版号审批部门的主要任务是消化去年申报但未完成审批的一批积压的游戏，我们并不能直接得出非休闲类游戏的单月过审数量上升这种结论。但是，可以肯定的是，在这一批过审游戏（且大多数都是重度游戏）集中上线时，游戏行业的收入增速在短期内将出现较为明显的回升。考虑到游戏在版号下发到游戏上线之间需要一定的准备时间，我们认为这一关键时间点大概率将出现在2019Q2。

图 13 近期版号发放数量



数据来源: 广电总局官网 上海证券研究所

## 2.3 买量推广成为大厂博弈的战场,下半年用户激活率有所提升。

手游产品获取新增用户主要依靠渠道导流及投放效果广告（即买量）。随着手游市场逐步进入存量竞争阶段，用户获取难度加大，围绕推广资源的竞争日益激烈。

近年来，大厂在买量市场的表现越发活跃。根据 AppGrowing 的数据，2018 年买量市场 Top10 的公司的广告投放量占据了整体市场的 32.7%，Top30 的公司占据了整体市场的 62% 以上。除了游族、恺英等原本在买量推广方面就有着丰富经验的公司外，如网易、腾讯等行业龙头也纷纷加强了效果广告的投放力度，尤其是网易，其广告投放量已经上升为行业第一（包括网易雷火及网易计算机两大开发者账号）。大厂之所以能够在买量市场占据更多的市场份额，一方面是因为公司资金相对较为宽裕，足以承担游戏推广期较高的买量开支，另一方面，由于在以投放效果广告为主流的买量市场中，类似玩法的游戏其广告的投放单价相差不大，而大厂研发实力较强，推广经验丰富，在游戏质量与广告素材质量方面具备一定优势，这些优势使得大厂游戏产品的点击激活率相对更高，因此广告平台更愿意投放大厂产品。

图 14 2018 买量游戏厂商 Top10

App Growing

### 2018 买量游戏厂商 Top 10 排行榜

序号	开发商名称	2018 年累计 投放广告数	2018 年投放广 告的游戏数	重点投放的游戏		
1	北京紫御科技有限公司	12884	4	梦幻模拟战	风之大陆	封神召唤师
2	上海游族信息技术有限公司	10189	10	三十六计	天使纪元	女神联盟2
3	杭州网易雷火科技有限公司	7647	62	热血永恒	灵谕	清廷晋升录
4	广州网易计算机系统有限公司	5293	30	率土之滨	神都夜行录	楚留香
5	江苏三九互娱网络科技有限公司	5017	4	复古传奇	龙城霸业	凤凰无双
6	深圳市拇指游玩科技有限公司	4971	21	暗黑地下城	影之召唤师	我的荣耀
7	上海恺英网络科技有限公司	4674	16	魔域来了	社会一刀	蓝月霸业
8	北京百度网讯科技有限公司	4562	29	奇迹幻境	新版单机西游 2018 经典回合贺 岁版	美女如云
9	海南尤达科技有限公司	4347	3	银河战舰	金币大富翁	幸存者之战
10	广州爱九游信息技术有限公司	3993	9	武动乾坤	航海王：燃烧意 志	烈火如歌

数据来源：App Growing 广告追踪

仅以 App Growing 所追踪到的该开发商旗下的游戏 App 移动广告投放数统计，涵盖 iOS 及安卓端，数值仅作参考，不等于其实际广告投放数



数据来源：App Growing 上海证券研究所

在版号审批暂停后，参与买量的游戏总数较去年年底的峰值出现一定程度下滑，但下半年开始买量游戏的总数重新出现一定幅度的回

升。新游戏的供给量对买量市场广告投放量的影响较为显著，尤其是新游戏上线数量较多的 7、8 月，首次投放广告的游戏占该月所有参与买量游戏的 41.1%、41.3%，显著高于其他月份。在广告的点击激活率方面，下半年整个行业的点击激活率显著高于上半年水平。点击激活率的回升可能存在多重理由：1、以暑期档为代表的新游整体质量较高；2、厂商投放的广告素材变得更能迎合玩家的需求；3、在一段时间的空档期后，玩家对新游戏内容的渴求有所上升。更为直接的影响是，随着点击激活率的上升，未来一段时间内上线的新游戏其推广效率有望好于前期。

图 15 2018 年首次投放广告的游戏数占比



数据来源：AppGrowing 上海证券研究所

图 16 2018 年手游行业买量广告点击激活率



数据来源：热云数据 上海证券研究所

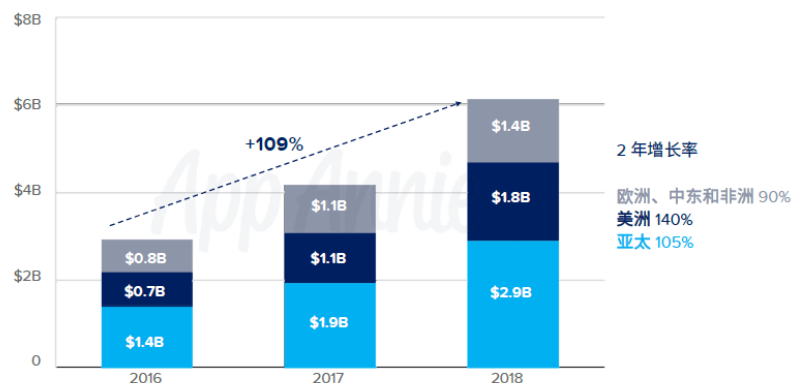
## 2.4 手游出海持续高增长，头部产品发力日美市场。

伴随着国内手游市场增速放缓，通过游戏出海探寻新的增长空间已成为国内游戏大厂的必备技能。近两年来，手游出海成绩斐然，国产手游厂商在海外市场取得的收入大幅增长了 109%。2018 年全年取得的来自海外市场的收入达 61 亿美元，接近国内手游市场规模的 1/3。与 2017 年相比，游戏出海收入增长约 20 亿美元，这一增量与国内手游市场的增量已经十分接近。

图 17 总部位于中国的发行商所发行游戏的海外用户支出



总部位于中国的发行商所发行游戏的海外用户支出  
美元（单位：十亿）



注：海外市场是指中国大陆以外的所有市场；总部位于中国的发行商仅包括总部以及母公司均位于中国的发行商。不包括总部位于中国的发行商的国外子公司。

数据来源：Appannie 上海证券研究所

头部游戏是拉动游戏出海收入增长的重要因素，根据 Sensor Tower 数据，2018 年中国手游出海 TOP30 的整体营收涨幅达 38%，且 TOP30 游戏收入规模的准入门槛大幅提升，达到去年的 2.2 倍。国产手游除了在东南亚等地区保持传统优势外，头部游戏产品中主打美国、日本市场的产品也日趋增加。TOP30 出海手游中，来自美国、日本两国的收入已经接近游戏海外总收入的 50%。国产手游已经完全打开了欧美先进市场，预计在 2019 年，游戏出海仍有望持续稳中有进的态势。

游戏出海受到主流媒体及主管部门领导的大力支持。人民日报等媒体曾多次撰文表彰国产游戏在海外的出色表现，而在 2018 年底举办的游戏产业年会上，多位主管部门领导的发言中也纷纷提到要“加大力度让中国游戏走出去，将中国游戏打造成对外文化交流的响亮品牌”。未来游戏出海在整个游戏产业中的重要性或将进一步提高。

图 18 2018 年中国手游出海收入 Top30



2018全年榜单 中国手游收入TOP30 | 海外App Store + Google Play

# 手游及发行商

1	 王国纪元 IGG	▲	16	 末日争霸：丧尸之战 龙创悦动	▼
2	 荒野行动 网易	▲	17	 战火与秩序 壳木软件	▼
3	 火枪纪元 FunPlus	▲	18	 少女前线 心动网络 & 散爆网络	▲
4	 列王的纷争 智明星通	▼	19	 拳皇98终极之战OL 掌趣科技	▼
5	 阿瓦隆之王 FunPlus	▼	20	 偶像梦幻祭（日语版） 乐元素	▼
6	 PUBG Mobile 腾讯	★	21	 狂暴之翼 游族网络	▼
7	 无尽对决 沐瞳科技	▲	22	 兵人大战 磨力镜镜	▲
8	 黑道风云 友塔网络	▲	23	 末日孤城 龙创悦动	★
9	 放置奇兵 卓机网络	▲	24	 海战游戏 奇趣工厂	▲
10	 城堡争霸 IGG	▼	25	 朕的江山 绝地科技	-
11	 碧蓝航线 Yostar	▲	26	 终结者2（国际版） 网易	▲
12	 苏丹的复仇 ONEMT	▼	27	 战地风暴 Tap4Fun	▼
13	 崩坏3 米哈游	▲	28	 永恒纪元 三七互娱	▼
14	 王者荣耀 腾讯	▲	29	 文明觉醒 莉莉丝	★
15	 奇迹暖暖 Nikki Games & 智明星通	▲	30	 神魔之塔 Mad Head	▼

以上榜单来源于Sensor Tower 2018年全年中国大陆以外App Store及Google Play商店之手游收入估算。

以上榜单来源于Sensor Tower 2018年全年中国大陆以外App Store及Google Play商店之手游收入估算。



SensorTower 全球领先的手游及应用情报平台

www.sensortower-china.com

数据来源：Sensor Tower 上海证券研究所

## 2.5 5G 技术有望弥补云游戏、VR/AR 游戏技术短板。

在 2 月举行的世界移动大会 2019 上，腾讯与英特尔联手推出了云游戏平台“腾讯即玩”，而微软在会上也发布了新一代 VR/AR 头戴设备 HoloLens2，以及动作捕捉外设 Azure Kinect DK 等产品。5G 时代的临近使得云游戏、VR/AR 游戏再度受到市场的关注。

所谓云游戏即将游戏设备从玩家手中转移到云端上，云端服务器同时负责图形运算及游戏数据运算，再将转换好的图像通过串流方式转移到用户终端。在云游戏模式下，玩家的终端只需要具备能够支撑流媒体播放程度的性能即能畅玩 3A 级别的游戏，这一做法大大分散了玩家在游戏前期所需承担的高额设备购置成本，从而吸引更多玩家加入。但是，云游戏平台对网速及延时有着较高的要求。如谷歌近期发布的云游戏平台 Stadia（原名 Project Stream）即要求传输速度稳定在 25Mbps，延时在 40ms 之内。而 5G 环境下的理论传输速度可达 1000Mbps，延时 1ms 以内，可以较好地弥补目前云游戏所面临的传输速度及延时瓶颈。

表 4 主要云游戏平台情况

服务名称	服务商	开始运行时间	运行平台	包月服务价格
Playstation Now	Sony	2015	PS4、PC (Win10)	19.99 美元
Stadia (Project Stream)	Google	2019	Chrome 浏览器	测试中，免费

Shadow	Blade SAS	2017	PC、Android	45 美元
Project xCloud	Microsoft	NA	Xbox	开发测试中
Project Atlas	EA	NA	不明	开发测试中

数据来源：各产品官网 上海证券研究所整理

VR/AR 游戏具备强交互、强沉浸感的效果，目前制约该类游戏发展的瓶颈主要包括无线传输速度不够，长时间游戏产生的晕眩感等等。这些问题同样可以通过 5G 技术得到解决。

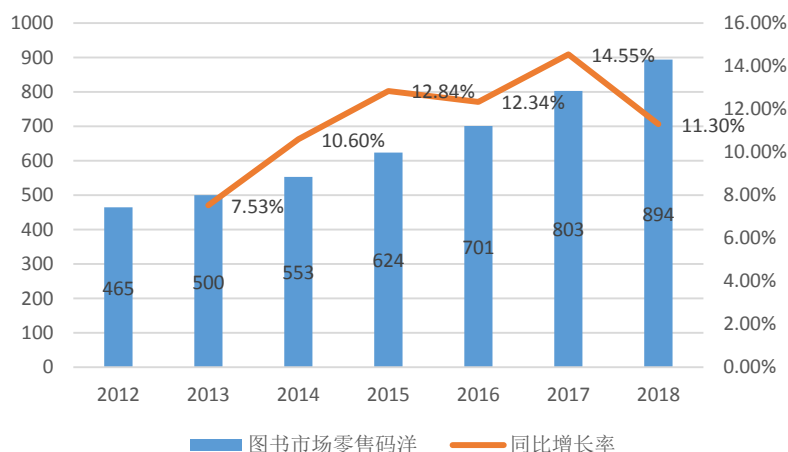
当然，无论是云游戏还是 VR/AR 游戏还存在着游戏成本较高，优质内容缺失等一系列问题，但我们仍然相信，在 5G 商用化实现后，云游戏及 VR/AR 游戏有望进入快速普及期，同时在一定程度上拓展游戏行业边界，从而带动游戏行业进入新一轮的高速增长周期。

### 三. 出版行业：图书出版市场增长稳健，教材教辅市场有望复苏

#### 3.1 图书零售市场保持两位数增长

2018 年中国图书零售市场销售码洋达 894 亿元，同比增长 11.3%，增速较去年略有放缓。分渠道来看，网络渠道维持 24.7% 的较快增速，实体店销售码洋重新出现下滑。新书对整体市场的码洋贡献比率呈现逐步减弱的态势，2018 年新书贡献的码洋占比为 17%，近十年来这一比例下滑了约 10 个百分点。从头部畅销书的榜单中也可以看出，进入榜单前列的新书数量越来越少，一批经典、长销的图书仍然是畅销书中的主力。不过，畅销作者或是畅销系列的新书是往往能跻身畅销书前列，建议关注与畅销作者有着稳定合作关系的图书出版公司。

图 19 中国图书零售市场码洋规模（亿元）



数据来源：开卷 上海证券研究所

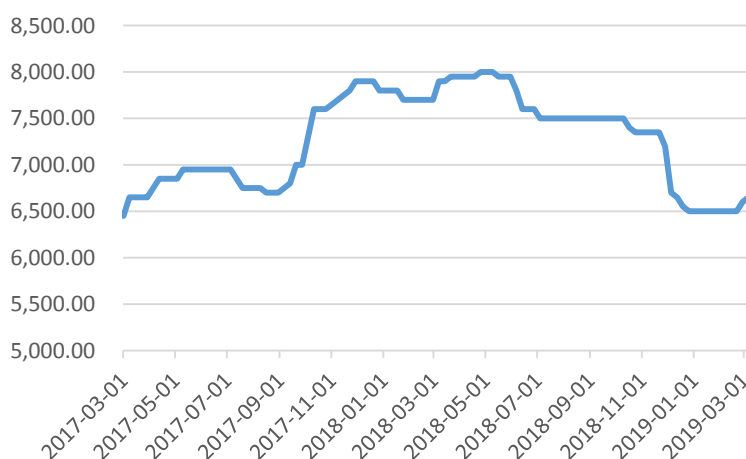
### 3.2 多重利好刺激，教育出版行业有望复苏

教育出版行业受政策消化、成本降低、需求增长三重利好刺激，行业景气度有望复苏。

政策方面，自 2017 年秋季起，教育部开展了教材教辅违规征订专项整治，此次整治涉及地区广，整治力度大，多家上市公司的教材教辅业务在此后一段时间内受到较为明显的冲击，相关业务业绩处于历史低点。经过一年多的整顿期，本次整改所带来的政策影响已得到基本消化，低基数下教材教辅行业景气度有望重新回暖。

成本方面，文化纸纸张价格自 2017 年以来出现较大幅度上涨，影响了出版行业整体毛利率。2018 年下半年，文化纸价格开始回落，以 100g 以下双胶纸为例（多用于图书内页），目前市场价已回落至 2017 上半年水平。教材出版行业书本定价权在一定程度上接受主管部门指导，价格较为稳定，毛利率普遍较低。而纸张成本作为教育出版最主要的成本之一，纸张价格下滑有望促使行业成本端压力释放，利润显著改善。

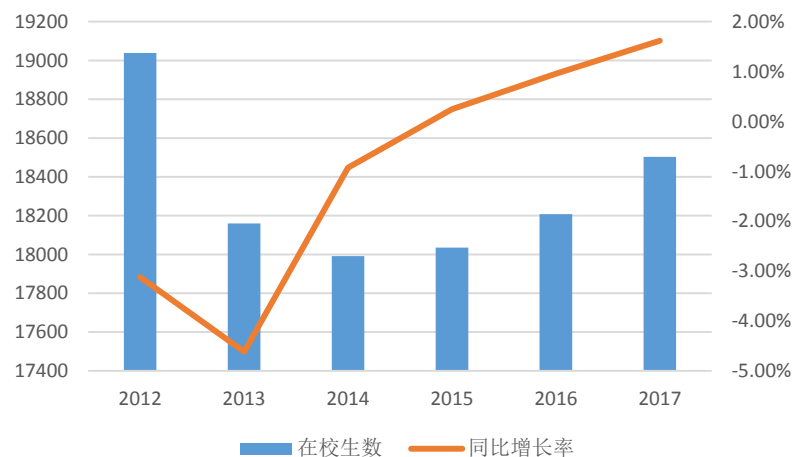
图 20 双胶纸市场价走势（北京-UPM-70-100g）（元/吨）



数据来源: Wind 上海证券研究所

需求方面,我国 K12 在校生数规模在 2014 年迎来阶段性低点后触底反弹,此后连续数年持续正增长,且增速逐年递增。K12 在校生人数的触底反弹首先带来的是小学低年级生的增长,而在校生数连续多年的增长意味着这种增长已经由小学低年级逐渐传递至高年级,乃至初、高中生数的增长,而高年级学生对教材教辅的需求远大于低年级。K12 在校生整体规模的增长及在校生结构逐步向高年级传导有望带动未来教材教辅市场需求的持续增长,相关公司有望长期受益。

图 21 K12 在校生数整体走势(万人)



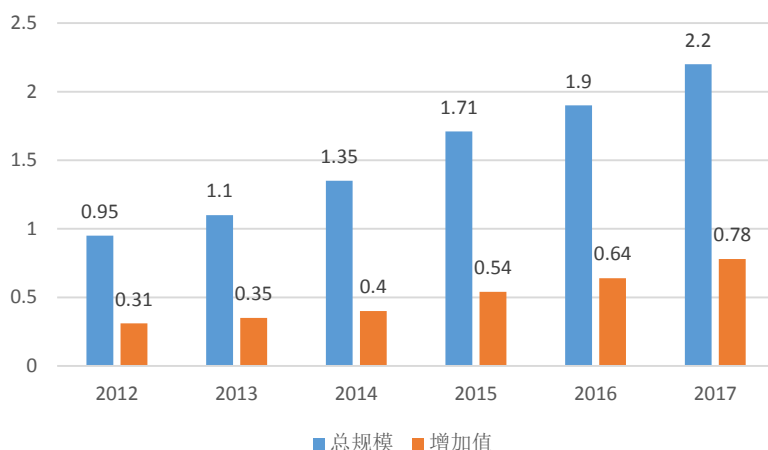
数据来源: 教育部 上海证券研究所

## 四. 体育行业: 增长势头良好, 关注事件催化

### 4.1 体育产业规模及增加值持续增长, 体育服务业快速发展

根据国家统计局数据,2017 年,全国体育产业总规模为 2.2 万亿元,增加值为 7811 亿元。从名义增长看,总产出比 2016 年增长 15.7%,增加值增长了 20.6%,增速双双较 2016 年有所回升。

图 22 我国体育产业总产出及增加值(万亿元)



数据来源：国家体育总局 国家统计局 上海证券研究所

从产业内部结构看，体育用品及相关产品制造的总产出和增加值从数额上看依然最大，但增速低于行业平均。体育服务业继续保持快速发展势头，增加值在体育产业中所占比重继续上升，从 2016 年的 55% 上升到 2017 年的 57%，其中直接与公众体育消费相关的体育竞赛表演活动、体育健身休闲活动增长突出，增长速度分别达到 39.2% 和 47.5%。此外，我国体育场馆、健身步道、体育公园等全民健身设施建设力度不断加大，增长速度达 94.7%，反映出我国体育场地设施建设快速蓬勃的发展势头。

图 23 2017 年体育产业各类别情况

2017 年全国体育产业状况				
体育产业类别名称	总量（亿元）		结构（%）	
	总产出	增加值	总产出	增加值
<b>体育产业</b>	21987.7	7811.4	100	100
体育管理活动	504.9	262.6	2.3	3.4
体育竞赛表演活动	231.4	91.2	1.1	1.2
体育健身休闲活动	581.3	254.9	2.6	3.3
体育场馆服务	1338.5	678.2	6.1	8.7
体育中介服务	81	24.6	0.4	0.3
体育培训与教育	341.2	266.5	1.6	3.4
体育传媒与信息服务	143.7	57.7	0.7	0.7
其他与体育相关服务	501.6	197.2	2.3	2.5
体育用品及相关产品制造	13509.2	3264.6	61.4	41.8

体育用品及相关产品销售、贸易代理与出租	4295.2	2615.8	19.5	33.5
体育场地设施建设	459.6	97.8	2.1	1.3

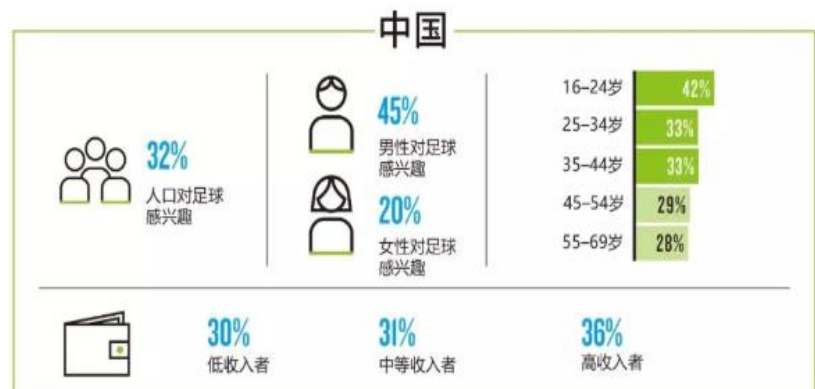
注：若数据分项合计与总值不等，是由于数值修约误差所致。

数据来源：国家体育总局 上海证券研究所

## 4.2 关注足球产业事件催化

足球产业是体育产业的核心，约占全球体育产业整体产值的 40%。足球运动在国内受众广阔，赛事关注度高。根据尼尔森统计，国内有约 4.4 亿足球赛事受众，占总人口的 32%，其中包含 1.87 亿城市人口。足球赛事受众年龄分布平均，广泛覆盖高中低收入群体。

图 24 中国足球运动受众情况



数据来源：尼尔森 上海证券研究所

短期内，足球产业存在多重热点事件催化：

1、2022 年亚洲杯举办权或将落户中国：中国已经确认申办 2022 年亚洲杯，举办权将在中韩两国之间决出，2019 年 5 月亚运会举办国将正式确定。

2、2022 年世界杯扩军，中国有望冲击世界杯：于 2022 年起，世界杯参赛球队有望从 32 支球队扩充到 48 支，新增名额的 1/4 分配在亚洲区。FIFA 将在 2019 年 6 月的足联会议上正式决定世界杯扩军事宜。如果扩军成功，结合中国足球目前的亚洲排名，那么中国队冲击世界杯的概率将大大增加。

如果中国申办亚洲杯成功，或是世界杯扩军成功，那么国内对于足球运动的关注度有望大幅提升。A 股相关股票中，当代明诚持有亚足联 2021-2028 年全球独家商业权益开发权（含亚洲杯及世界杯预选赛），受益最为，此外，体育赛事营销，体彩等板块也将受益。

3、吴磊加盟西甲西班牙人球队：武磊加盟西班牙人俱乐部后，有

望带来俱乐部广告赞助、衍生品收入，以及下一转播周期西甲联赛转播收入的提升等。参考姚明加盟 NBA 后的表现，各项收入或将出现明显提升。

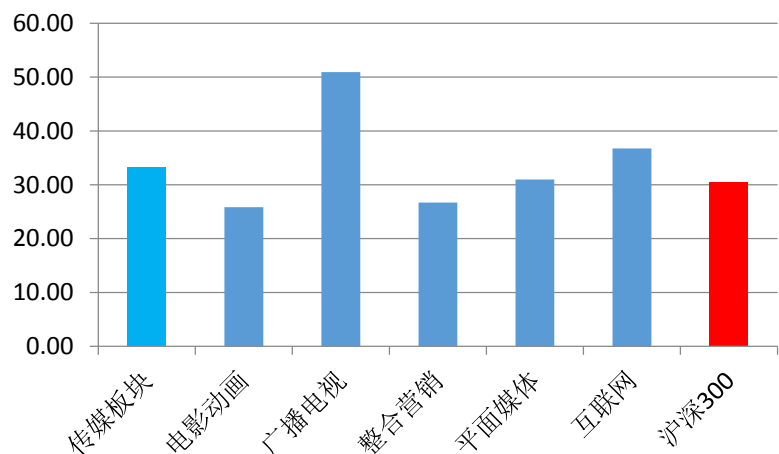
A 股上市公司星辉娱乐持有西班牙人球队 99% 股权，并计划将其独立上市，叠加科创板推出后，国内市场更容易接受多样化的估值体系，未来公司的体育业务估值可以对标曼联等海外上市的俱乐部，形成结合 PS、球队成绩及球星表现的复合型估值体系，公司体育业务估值有望实现大幅攀升。

## 五. 行业表现及估值

### 5.1 年初至今板块表现好于沪深 300 指数。

今年传媒板块整体呈现普涨行情，截止到 3 月 19 日，板块整体上涨幅度为 33.91%，各子板块中，广播电视、互联网、平面媒体、整合营销、电影动画分别上涨 50.92%、36.75%、30.97%、26.71%、25.85%，传媒板块整体表现略好于沪深 300 指数，同期沪深 300 指数上涨 30.46%。

图 25 2019 年初至今传媒板块表现落后于沪深 300 指数 (%)



数据来源：WIND 资讯 上海证券研究所

### 5.2 相对估值水平处在低位区间。

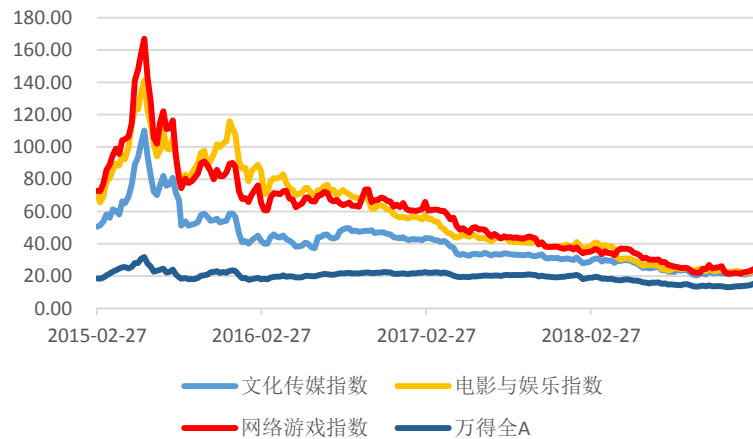
从行业整体的历史市盈率看，文化传媒产业目前的市盈率 27.38 倍，板块估值仍处于底部区间。我们重点关注的两大细分板块电影与娱乐网板块与网络游戏板块的估值分别为 22.46 倍、21.51 倍，均处于历史低位。

从文化传媒板块与 A 股整体估值水平的偏离度看，最高值出现在 2014 年初的 3.92 倍，前一个高点出现在 2015 年 5 月，偏离度为



3.47 倍，目前与 A 股的偏离度为 1.57 倍，从相对估值水平看，随着 2016-2018 年连续三年文化传媒板块的大幅回调，板块的相对估值水平已大幅回落。由于文化娱乐行业处于快速发展期，考虑到电影与游戏等主要板块持续稳健发展，广电、体育等细分板块新热点不断涌现，我们维持文化娱乐行业“增持”评级。

图 26 传播与文化产业历史市盈率(TTM, 整体法)



数据来源: WIND 资讯 上海证券研究所

## 六. 重点关注公司

**光线传媒:** 公司作为影视内容制作行业龙头企业，2019 年具有雄厚的项目储备。目前公司影视剧业务发展良好，猫眼业务锦上添花，我们预测 2018-2019 年公司每股收益为 0.86 元和 0.37 元，给予公司“谨慎增持”评级。

**万达电影:** 公司作为国内院线行业龙头企业，市占率持续提升，若电影资产完成注入完成，可构成电影行业全产业链生态。我们预测 2018-2019 年公司每股收益为 0.94 元和 1.32 元，给予公司“谨慎增持”评级。

**东方明珠:** 公司是国企传媒龙头企业，在数字营销、游戏、电视购物、文化娱乐旅游等各项系统组成部分均已在细分领域取得相对领先优势。我们预测 2018-2019 年公司每股收益为 0.69 元和 0.81 元，给予公司“谨慎增持”评级。

**吉比特:** 公司作为游戏研发及运营企业，旗下雷霆游戏运营平台目前运营了《问道手游》、《地下城堡》、《不思议迷宫》、《地下城堡 2》、《贪婪洞窟》、《长生劫》等多款移动游戏，现有游戏保持了较高的运营效率。其他储备游戏项目将陆续推出。我们预测吉比特 2018-2019 年公司每股收益为 9.4 元和 10.8 元，给予公司“谨慎增持”评级。

**三七互娱:** 公司是老牌页游龙头，拥有国内第二大页游游戏平台。

公司转型手游多年成绩斐然，曾推出过《永恒纪元》、《传奇霸业》、《大天使之剑 H5》等爆款手游。公司将自研自运与代理运营模式相结合，进一步扩充了产品线。公司 Q1 上线了《一刀传世》、《斗罗大陆》等新游戏，预计手游收入环比增长 37% 以上。近期又上线了《拳魂觉醒》等热门游戏，手游业务收入高增长有望继续延续。预计公司 2018 年、2019 年公司每股收益 0.77 元、0.95 元，给予“增持”评级。

**中文传媒：**公司传统出版、发行业务的持续稳健发展，互联网游戏业务随着未来新游上线有望触底回升。近期推出《奇迹暖暖》×芭比娃娃的联动活动，探索新的变现模式。预计公司 2018、2019 年每股 EPS 分别为 1.19 元、1.33 元，给予“谨慎增持”评级。

## 七. 风险提示

1. 相关行业发展政策落实情况低于预期。
2. 电影票房增长未达预期。
3. 游戏行业市场竞争加剧。
4. 体育行业增速不及预期。

## 分析师承诺

滕文飞 胡纯青

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。