

行业周报 (第十三周)

2019年03月31日

行业评级:

传媒 增持 (维持)

**许娟** 执业证书编号: S0570513070010  
0755-82492321  
xujuan8971@htsc.com

**周钊** 执业证书编号: S0570517070006  
010-56793958  
zhouzhao@htsc.com

**吕默馨** 执业证书编号: S0570519030002  
0755-23952835  
lvmoxin@htsc.com

本周观点: 业绩披露期来临, 围绕业绩甄选优质标的

我们建议从以下几条逻辑寻找行业投资机会: 1) 围绕业绩表现, 关注业绩优秀的新华文轩、蓝色光标、浙数文化、完美世界、凯撒文化、东方财富、奥飞娱乐; 2) 广电板块前期涨幅较大, 因而上周回调较深, 但考虑到国家的媒体融合发展战略, 我们认为后续广电板块将有持续性利好落地, 业绩弹性空间大, 关注湖北广电、江苏有线、东方明珠、贵广网络、广电网络等; 3) 从业绩快报看, 龙头游戏公司表现较亮眼; 随着 5G 的推进, 新的游戏模式的探索将持续涌现, 板块估值中枢有望提升; 关注完美世界、宝通科技、游族网络等。

子行业观点

1) 电影: 关注中国电影、北京文化; 2) 游戏: 关注完美世界、宝通科技; 3) 出版/阅读: 关注质地优良的凤凰传媒、中南传媒; 4) 营销: 关注拥有护城河的生活圈媒体分众传媒; 5) 视频网站: 关注具备自制内容优势的芒果超媒。

重点公司及动态

新华文轩: 公司披露 2018 年年报: 实现收入 81.87 亿元, 同比增长 11.44%; 归母净利润 9.32 亿元, 同比增长 0.90%; 扣非归母净利润 8.68 亿元, 同比增长 19.49%, 每 10 股派发现金红利 3 元。

风险提示: 政策监管的不确定性; 影视及游戏产品业绩可能不达预期。

一周涨幅前十公司

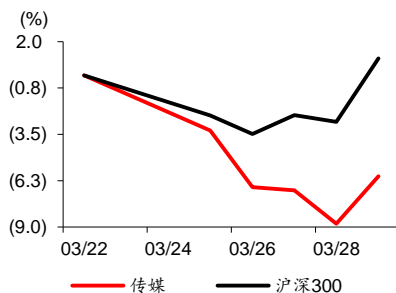
| 公司名称 | 公司代码      | 涨跌幅(%) |
|------|-----------|--------|
| 美盛文化 | 002699.SZ | 32.05  |
| 金陵体育 | 300651.SZ | 16.70  |
| 盛讯达  | 300518.SZ | 14.90  |
| 华录百纳 | 300291.SZ | 14.15  |
| 星辉娱乐 | 300043.SZ | 10.38  |
| 金逸影视 | 002905.SZ | 3.29   |
| 游族网络 | 002174.SZ | 1.84   |
| 华凯创意 | 300592.SZ | 0.53   |
| 思美传媒 | 002712.SZ | 0.45   |
| 新文化  | 300336.SZ | (0.71) |

一周跌幅前十公司

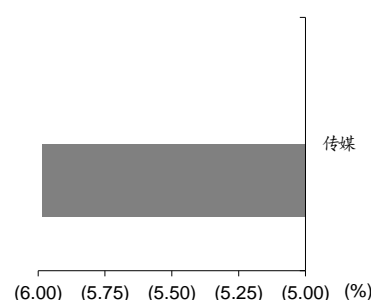
| 公司名称 | 公司代码      | 涨跌幅(%)  |
|------|-----------|---------|
| 世纪天鸿 | 300654.SZ | (32.18) |
| 广电网络 | 600831.SH | (17.56) |
| 中视传媒 | 600088.SH | (16.39) |
| 电广传媒 | 000917.SZ | (15.51) |
| 东方网络 | 002175.SZ | (15.37) |
| 贵广网络 | 600996.SH | (14.58) |
| 新华传媒 | 600825.SH | (13.37) |
| 广西广电 | 600936.SH | (12.54) |
| 华数传媒 | 000156.SZ | (12.24) |
| 歌华有线 | 600037.SH | (12.17) |

资料来源: 华泰证券研究所

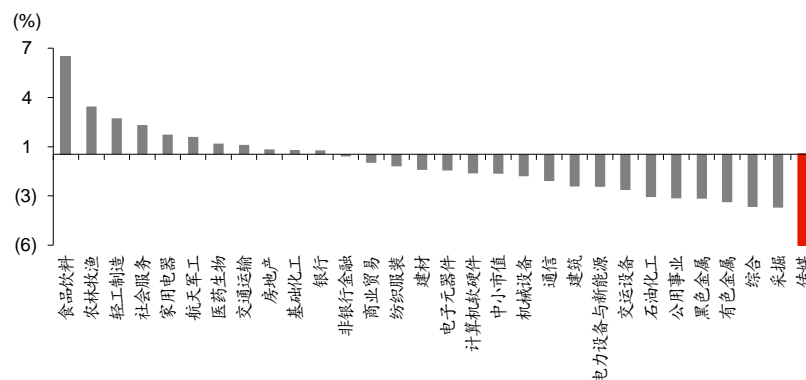
一周内行业走势图



一周行业内各子板块涨跌幅



一周内各行业涨跌幅



本周重点推荐公司

| 公司名称 | 公司代码      | 评级 | 03月29日  |             | EPS (元) |       |       |       | P/E (倍) |       |       |       |
|------|-----------|----|---------|-------------|---------|-------|-------|-------|---------|-------|-------|-------|
|      |           |    | 收盘价 (元) | 目标价区间 (元)   | 2017    | 2018E | 2019E | 2020E | 2017    | 2018E | 2019E | 2020E |
| 东方明珠 | 600637.SH | 增持 | 12.35   | 13.70~14.90 | 0.65    | 0.65  | 0.62  | 0.62  | 19.00   | 19.00 | 19.92 | 19.92 |
| 凤凰传媒 | 601928.SH | 买入 | 8.56    | 8.96~9.60   | 0.46    | 0.55  | 0.64  | 0.71  | 18.61   | 15.56 | 13.38 | 12.06 |
| 中南传媒 | 601098.SH | 买入 | 12.87   | 13.32~14.43 | 0.84    | 0.69  | 0.74  | 0.80  | 15.32   | 18.65 | 17.39 | 16.09 |
| 新华文轩 | 601811.SH | 增持 | 14.59   | 14.94~15.77 | 0.75    | 0.76  | 0.83  | 0.93  | 19.45   | 19.20 | 17.58 | 15.69 |

资料来源: 华泰证券研究所

## 本周观点

3月25日至3月29日，传媒（中信）指数下跌5.67%，日均成交额环比下降17.33%。上证综指周跌幅0.43%，深证成指周涨幅0.28%，创业板指跌幅0.02%。传媒板块指数相对创业板跑输5.65 pct。

上周传媒板块跟随大盘回调，走势弱于创业板和上证。个股方面涨幅前五的分别为美盛文化（32.05%）、华录百纳（14.15%）、星辉娱乐（10.38%）、宣亚国际（8.5%）、长城影视（4.96%），多为主题性概念；跌幅前五的分别为世纪天鸿（-32.18%）、广电网络（-17.56%）、中视传媒（-16.39%）、电广传媒（-15.51%）、东方网络（-15.37%）。

冰雪运动概念上周有所表现，其中华录百纳周涨幅领先，主要受消息面催化。据人民网报道：“北京冬奥会的筹办工作进入到了前所未有的高速期，由IDG体育与首钢集团共同打造的首钢冰雪创业孵化中心预计四月份正式启动。这是国内第一个针对冰雪行业的创业孵化中心，目前已筹备50亿元专项体育基金，为全面挖掘和培养中国冰雪体育产业的独角兽，共同推动2022年冬奥会备战和国家体育产业示范区建设做准备。”我们认为北京冬奥会的举办将给冰雪行业带来较大的发展机会，但落实到相关上市公司业绩上还需要一定时间，目前更多是主题性投资机会，关注后期政策和行业层面的进展。

上周板块中报的年报及Q1业绩预告已陆续发布，业绩较为优秀的包括新华文轩、平治信息、蓝色光标等，接下来将进入年报及季报密集发布期，我们预计板块投资机会将主要围绕业绩表现，建议积极关注。

总体上选股建议自下而上个股甄选，建议从以下几条逻辑寻找行业投资机会：

- 1、围绕业绩表现，已发布年报或Q1业绩预告的公司中，关注业绩较为优秀的新华文轩、蓝色光标、浙数文化、完美世界、凯撒文化、东方财富、奥飞娱乐等；
- 2、广电板块前期涨幅较大，因而上周回调较深，但从国家的媒体融合发展战略以及板块历史估值水平角度，以及受益于5G和超高清视频相关的事件驱动，我们认为后续广电板块将有持续性的利好落地，业绩弹性空间较大，需保持高度关注，具体标的关注湖北广电、江苏有线、东方明珠、贵广网络、广电网络等；
- 3、在传媒板块2018年业绩快报中，游戏表现相对较为亮眼，显示市场需求仍较为旺盛；我们预计随着5G的推进，新的游戏模式的探索将持续涌现（如谷歌近期发布的云游戏平台、华为上周也宣布将于下半年推出颠覆性的VR硬件），板块估值中枢将有望继续提升；关注新作表现优异的完美世界、进口版号有望发放的游族网络等以及宝通科技。

## 重点公司概况

图表1：重点公司一览表

| 公司名称 | 公司代码      | 评级 | 03月29日  |             | EPS (元) |       |       |       | P/E (倍) |       |       |       |
|------|-----------|----|---------|-------------|---------|-------|-------|-------|---------|-------|-------|-------|
|      |           |    | 收盘价 (元) | 目标价区间 (元)   | 2017    | 2018E | 2019E | 2020E | 2017    | 2018E | 2019E | 2020E |
| 东方明珠 | 600637.SH | 增持 | 12.35   | 13.70~14.90 | 0.65    | 0.65  | 0.62  | 0.62  | 19.00   | 19.00 | 19.92 | 19.92 |
| 中南传媒 | 601098.SH | 买入 | 12.87   | 13.32~14.43 | 0.84    | 0.69  | 0.74  | 0.80  | 15.32   | 18.65 | 17.39 | 16.09 |
| 凤凰传媒 | 601928.SH | 买入 | 8.56    | 8.96~9.60   | 0.46    | 0.55  | 0.64  | 0.71  | 18.61   | 15.56 | 13.38 | 12.06 |
| 新华文轩 | 601811.SH | 增持 | 14.59   | 14.94~15.77 | 0.75    | 0.76  | 0.83  | 0.93  | 19.45   | 19.20 | 17.58 | 15.69 |

资料来源：华泰证券研究所

图表2：重点公司最新观点

| 公司名称                | 最新观点  |
|---------------------|---|
| 东方明珠<br>(600637.SH) | <p><b>业务调整基本完成，核心优势逐步凸显</b></p> <p>公司是SMG集团旗下上市公司，国企文化龙头地位稳固，在多业务领域积累了深厚的资源。公司在传媒视听领域具有全牌照优势，且具有较强的用户基础：拥有4600万IPTV用户、2448万OTT TV用户、6000万有线数字付费电视用户、6000万移动终端月活跃用户、1100万东方购物会员用户和700万人次的线下业务用户流量（截止2018年6月底）。目前公司的业务和资产整合已接近尾声，各事业群发展进入成熟期，主营业务趋于稳定，毛利率水平有望实现改善。我们预计公司2018-2020年EPS为0.65、0.62、0.62元，目标价13.7-14.9元，首次覆盖予以增持评级。</p> <p><a href="#">点击下载全文：东方明珠(600637,增持)：业务调整基本完成，核心优势逐步凸显</a></p> |
| 中南传媒<br>(601098.SH) | <p><b>2018年业绩快报符合预期，预计2019年全面企稳回升，维持买入评级</b></p> <p>公司发布业绩快报，2018年实现收入95.73亿元，同比下降7.60%；归母净利润12.38亿元，同比下降18.19%；扣非净利润11.00亿元，同比下降21.88%，符合预期。全年收入下降主要受2017年下半年以来湖南省规范市场类教辅政策的持续影响，2018年公司市场类教辅销售规模仍有所下降。但四季度业绩恢复增长，反映整体经营进入新常态，预计2019年将全面企稳回升。维持我们前期业绩预测，预计19-20年归母净利润13.31/14.36亿元，EPS为0.74/0.80元，目标价13.32-14.43元，维持买入评级。</p> <p><a href="#">点击下载全文：中南传媒(601098,买入)：Q4主业触底回升，MSCI扩容持续受益</a></p>  |
| 凤凰传媒<br>(601928.SH) | <p><b>内部调整逐步到位，轻装上阵重回增长</b></p> <p>公司内部业务调整逐步到位，轻装上阵聚焦主业重回增长，学生数增长、教材提价、纸价下行为教材教辅主业提供三重弹性。我们预计公司2018-2020年归母净利润13.88、16.26、18.01亿元，参考可比公司2019年平均PE14.3X，考虑公司龙头地位及较高的业绩增速，给予公司2019年PE14-15X的估值，目标价8.96-9.60元，维持买入评级。</p> <p><a href="#">点击下载全文：凤凰传媒(601928,买入)：内部调整逐步到位，轻装上阵重回增长</a></p>   |
| 新华文轩<br>(601811.SH) | <p><b>年报超预期，收入稳健增长，自研教材和一般图书表现亮眼</b></p> <p>公司披露2018年年报：实现收入81.87亿元，同比增长11.44%；归母净利润9.32亿元，同比增长0.90%；扣非归母净利润8.68亿元，同比增长19.49%，每10股派发现金红利3元。业绩超出我们此前的预期，主要由于教材教辅业务增长超出我们的预期。公司教材教辅/一般图书/教育信息化业务均保持良好发展势头，投资业务受科创板情绪持续催化，预计19-21年EPS为0.83/0.93/1.03元，目标价14.94-15.77元，维持增持评级。</p> <p><a href="#">点击下载全文：新华文轩(601811,增持)：业绩超预期，一般图书表现亮眼</a></p>   |

资料来源：华泰证券研究所

图表3：建议关注公司一览表

| 公司名称 | 公司代码      | 03月29日<br>收盘价 (元) | 朝阳永续一致预期 EPS (元) |       |       |       | P/E (倍) |        |       |       |
|------|-----------|-------------------|------------------|-------|-------|-------|---------|--------|-------|-------|
|      |           |                   | 2017             | 2018E | 2019E | 2020E | 2017    | 2018E  | 2019E | 2020E |
| 广电网络 | 600831.SH | 11.13             | 0.26             | 0.26  | 0.28  | 0.28  | 42.81   | 42.81  | 39.75 | 39.75 |
| 完美世界 | 002624.SZ | 31.92             | 1.14             | 1.31  | 1.62  | 1.89  | 28.00   | 24.37  | 19.70 | 16.89 |
| 东方财富 | 300059.SZ | 19.38             | 0.12             | 0.19  | 0.31  | 0.42  | 161.50  | 102.00 | 62.52 | 46.14 |
| 贵广网络 | 600996.SH | 10.25             | 0.42             | 0.31  | 0.34  | 0.44  | 24.40   | 33.06  | 30.15 | 23.30 |
| 浙数文化 | 600633.SH | 10.29             | 1.27             | 0.37  | 0.46  | 0.54  | 8.10    | 27.81  | 22.37 | 19.06 |

资料来源：朝阳永续、华泰证券研究所

## 本周专题——积极关注游戏板块的配置机会

当前时点我们建议积极关注游戏板块，主要逻辑有：

### 政策：游戏版号发放稳步推进，监管环境持续回暖

2018年3月29日，原国家新闻出版广电总局发布《游戏申报审批重要事项通知》，表示由于机构改革，所有游戏版号的发放全面暂停，且并未通知暂停期限。由此之后游戏版号发放工作停滞，也导致各游戏厂商的新作无法及时上线。

2018年12月29日，游戏版号重新开始发放，2019年3月22日，国家新闻出版广电总局官网更新了《2019年3月份国产网络游戏审批信息》，显示自2018年底后的第10批游戏版号已经下发，总数为73个。

游戏版号发放工作稳步推进，短短3个月内，版号已发放共10批，其中不乏市场关注度较高的大作，如《完美世界手游》等，显示出审核机构较高的工作效率，体现出监管层鼓励行业发展的态度。

进口游戏版号发放方面，我们认为未来也有望取得进展，关注游族网络的《权力的游戏》、凯撒文化的《火影忍者》等。

### 业绩：市场需求旺盛，龙头公司业绩大多表现优秀

#### 从2018年业绩快报来看，游戏板块景气度相对较高

从游戏板块披露的2018年业绩快报来看，大多有较好表现，在传媒板块中是相对景气度较高的子行业。

图表4：游戏板块业绩快报汇总（单位：亿元）

| 股票名称      | 2018年        |              | 备注                    | 2018年                 |                | 2018年                   |                | 2018年          |                |                                   |
|-----------|--------------|--------------|-----------------------|-----------------------|----------------|-------------------------|----------------|----------------|----------------|-----------------------------------|
|           | 业绩快报         | 商誉减值         |                       | 业绩快报<br>(剔除商誉<br>减值后) | 业绩快报<br>增速     | 业绩快报增速<br>(剔除商誉<br>减值后) | 2018年<br>Q1 增速 | 2018年<br>Q2 增速 | 2018年<br>Q3 增速 | 2018年<br>Q4 预计增速<br>(剔除商誉<br>减值后) |
| 惠程科技      | 3.4          |              |                       | 3.4                   | 416.9%         | 416.9%                  | 2907.6%        | 258.0%         | 377.3%         | 199.0%                            |
| 金科文化      | 8.3          |              |                       | 8.3                   | 111.3%         | 111.3%                  | 174.2%         | 168.1%         | 125.5%         | -23.5%                            |
| 天舟文化      | -10.8        | 12.83        | 含长期股权投资<br>减值         | 2.1                   | -903.5%        | 53.8%                   | -0.1%          | 51.7%          | 56.7%          | 558.5%                            |
| 众应互联      | 1.0          |              |                       | 1.0                   | -47.3%         | -47.3%                  | 21.2%          | 43.1%          | -85.0%         | -122.9%                           |
| 游族网络      | 10.2         |              |                       | 10.2                  | 55.1%          | 55.1%                   | 7.8%           | 102.8%         | 58.4%          | 70.2%                             |
| 天神娱乐      | -75.2        | 48.14        |                       | -27.1                 | -837.7%        | -365.6%                 | -24.6%         | -88.6%         | -82.5%         | -1198.9%                          |
| 恺英网络      | 1.7          |              | 存在商誉减值<br>未说明具体数<br>额 | 1.7                   | -89.8%         | -89.7%                  | 19.2%          | -39.9%         | -81.1%         | -159.2%                           |
| 三七互娱      | 10.5         | 9.60         |                       | 20.1                  | -35.4%         | 23.9%                   | -5.3%          | -6.3%          | 15.6%          | 92.9%                             |
| 巨人网络      | 12.0         |              |                       | 12.0                  | -6.9%          | -6.9%                   | 1.0%           | 2.7%           | -18.3%         | -15.6%                            |
| 聚力文化      | -22.8        | 24.50        |                       | 1.7                   | -514.6%        | -68.5%                  | 109.4%         | 16.7%          | -71.4%         | -184.0%                           |
| 世纪华通      | 10.1         |              |                       | 10.1                  | 28.5%          | 28.5%                   | 150.6%         | -19.5%         | 75.4%          | 85.0%                             |
| 完美世界      | 17.0         |              |                       | 17.0                  | 13.2%          | 13.2%                   | 10.7%          | 21.9%          | 31.6%          | -9.7%                             |
| 宝通科技      | 2.8          |              |                       | 2.8                   | 25.1%          | 25.1%                   | 47.0%          | 26.2%          | 47.5%          | -9.2%                             |
| 富春股份      | 0.6          |              |                       | 0.6                   | 133.8%         | 133.8%                  | -69.0%         | -90.5%         | 671.0%         | 109.1%                            |
| 凯撒文化      | 3.0          |              |                       | 3.0                   | 16.1%          | 16.1%                   | 51.7%          | -2.0%          | 29.3%          | 6.6%                              |
| 星辉娱乐      | 2.4          |              |                       | 2.4                   | 3.7%           | 3.7%                    | -75.4%         | 138.4%         | -11.5%         | 269.7%                            |
| 中青宝       | 0.4          |              |                       | 0.4                   | -25.4%         | -25.4%                  | 333.9%         | 50.6%          | -18.4%         | -86.0%                            |
| 顺网科技      | 3.6          |              | 存在商誉减值<br>未说明具体数<br>额 | 3.6                   | -29.8%         | -29.8%                  | 21.4%          | 39.9%          | 1.1%           | -155.8%                           |
| 掌趣科技      | -31.7        | 36.60        | 含其他金融资产、股权投资<br>减值    | 4.9                   | -1300.5%       | 86.4%                   | -18.7%         | 136.3%         | 7.0%           | 81.3%                             |
| 昆仑万维      | 10.0         |              |                       | 10.0                  | 0.2%           | 0.2%                    | 3.4%           | 89.4%          | -7.8%          | -38.3%                            |
| 迅游科技      | 1.8          |              |                       | 1.8                   | 79.6%          | 79.6%                   | 232.1%         | 241.4%         | 248.6%         | -77.4%                            |
| 冰川网络      | 1.0          |              |                       | 1.0                   | 0.1%           | 0.1%                    | -37.5%         | 33.5%          | 40.7%          | -7.5%                             |
| 艾格拉斯      | 7.3          |              |                       | 7.3                   | 77.2%          | 77.2%                   | 122.6%         | 122.2%         | -26.1%         | 114.9%                            |
| 盛天网络      | 0.5          |              |                       | 0.5                   | -37.5%         | -37.4%                  | -23.7%         | 10.8%          | -30.7%         | -93.6%                            |
| 天润数娱      | -3.7         |              | 存在商誉减值<br>未说明具体数<br>额 | -3.7                  | -6908.9%       | -6905.0%                | 369.1%         | -54.6%         | 490.0%         | -2703.7%                          |
| 晨鑫科技      | -6.3         | 3.71         |                       | -2.5                  | -330.5%        | -193.7%                 | 560.0%         | -35.7%         | -173.0%        | -257.9%                           |
| 三五互联      | -4.2         | 4.37         |                       | 0.2                   | -724.6%        | -75.5%                  | -22.5%         | -71.3%         | -81.1%         | -134.7%                           |
| <b>合计</b> | <b>-47.1</b> | <b>139.8</b> |                       | <b>92.7</b>           | <b>-136.1%</b> | <b>-29.0%</b>           |                |                |                |                                   |

资料来源：Wind、华泰证券研究所

游戏板块汇总来看，2018年业绩汇总为-47.1亿元，同比下降-136.1%，部分受商誉减值影响，商誉减值汇总金额为139.8亿元，如果不考虑商誉减值，也就是剔除商誉减值后，板块业绩汇总为92.7亿元，同比下滑约29%。

游戏板块中，天舟文化、天神娱乐、恺英网络、三七互娱、聚力文化、顺网科技、掌趣科技、天润数娱、晨鑫科技和三五互联等存在商誉及其他资产减值。我们将商誉减值因素剔除之后（即将商誉等减值金额加回）再去看主业的经营情况，以上公司的2018年业绩和2018年Q4业绩大多依然下滑，只有天舟文化、三七互娱、掌趣科技的2018年业绩增速为正，其中天舟文化2018年Q3和Q4季度增速较高。

未计提商誉等资产减值的公司业绩表现分化，但 2018 年实现业绩正增长的公司数量远多于其他板块，显示游戏板块景气度明显好于其他行业。其中惠程科技、金科文化、游族网络、迅游科技和艾格拉斯的业绩增速较好，2018 年业绩增速分别达到约 416.9%、111.3%、55.1%、79.6%和 77.2%。惠程科技在 2018 年四个季度中均保持较高增速，公司的高增速来源于控股子公司“哆可梦”在前三季业务保持高速发展趋势。

### 从已披露的 2019 年 Q1 业绩来看，龙头公司表现依然亮眼

如完美世界公告显示，2019 年 Q1 预计实现归母净利润 4.45-4.85 亿元，同比增长 23.57%-34.67%；凯撒文化预计 2019 年 Q1 实现归母净利润 1.05-1.28 亿元，同比增长 80%-120%。

考虑到 2018 年新品上线停滞，我们认为龙头公司的优异表现反映出两点：

- 1、市场的需求依旧旺盛，随着后续版号发放的推进，新游将陆续上市，有望进一步刺激玩家的需求，带来业绩弹性；
- 2、龙头公司的竞争力将加强。整体上监管层对于游戏产业还是鼓励和支持的态度，对游戏的审批已经上调至中宣部出版局管理，显示出国家对游戏产业的重视。但游戏产业以往一味追求数量规模、轻视品质品牌的粗放型增长方式已经难以为继，未来市场份额将向优质内容厂商集中，市场的二八效应将会愈发明显，头部公司的竞争力将会持续强化。

### 完美世界：Q1 业绩符合市场预期，全年业绩增长将主要取决于新游戏表现

完美世界 3 月 29 日发布公告：2019 年 Q1 预计实现归母净利润 4.45-4.85 亿元，同比增长 23.57%-34.67%，业绩符合市场预期，显示出公司的基本面较为稳健，新品表现优异。

游戏业务方面，我们预计业绩增长主要来自于《完美世界手游》的上线，公司的主力产品如《诛仙》、《武林外传》等已进入成熟期，预计流水将保持稳定。《完美世界手游》于 3 月 6 日由腾讯独代发行上线，据公司公告披露，首 12 小时新增突破 260 万人，次日跻身苹果商店免费榜第一，上线 4 天拿下畅销榜第一。我们预计《完美世界手游》首月流水预计在 8-9 亿元之间，略超市场预期。后续流水表现取决于核心玩家留存率和新增玩家数量，我们对核心玩家留存率较为乐观；新增玩家数量方面，取决于腾讯的资源支持程度，考虑到 4-5 月腾讯大概率无重量级作品上线，我们认为短期内腾讯依然将保持较高的支持力度。

另外，后续作品方面，《云梦四时歌》已拿到版号，并由腾讯独代发行，我们预计将于年中上线；产品储备方面，《神雕侠侣 2》、《梦间集天鹅座》、《新笑傲江湖》、《神魔大陆 2》、《我的起源》等作品或在研发，或在等待版号发放，若有新作获得版号也有望为 2019 年带来新的业绩增量。

电视剧方面，我们预计 2019 年业绩将保持稳定。2019 年 3 月 24 日，由赵宝刚导演执导的《青春斗》在东方卫视、北京卫视及芒果 TV、爱奇艺、优酷、腾讯等各大电视台及视频网站播出，市场反响较好。项目储备方面，《不婚女王》、《鳄鱼与牙签鸟》、《老酒馆》、《霍元甲》、《义无反顾》、《趁我们还年轻》、《西夏死书》、《壮志高飞》、《半生缘》、《山月不知心底事》、《蓝盔特战队》、《新一年又一年》、《河山》、《碧海丹心》、《燃烧的 DNA》、《巨匠》等在内的多部影视剧已完成制作或在制作过程中，项目储备较多，电视剧业务表现 2019 年预计将维持稳定。

成本端方面，由于 2018 年中后公司引入了一些游戏开发团队，其项目开发时间大概需要 1-2 年，收入端体现需要时间，我们预计人工成本在 2019 年将有所增加；同时，2019 年公司将继续深耕海外，尤其将加大手游海外发行力度，预计在费用端也将有所增加。

总体上看公司 2019 年业绩增长主要取决于《完美世界手游》、《云梦四时歌》的表现，众多储备作品若获得版号并上线，也有望带来业绩增量；电视剧业务方面预计保持稳定；成本端预计有一定增长，但主要是由于公司引入开发团队、加大海外发行力度带来，体现公司良好的发展态势。公司作为游戏公司龙头，储备项目众多，游戏和电视剧业务均衡发展，为业绩稳定提供了基础，基本面优秀，建议投资者积极关注。

### 估值：5G 推动下，新模式将持续涌现，有望推动板块估值中枢提升

我们预计随着 5G 的推进，新的游戏模式的探索将持续涌现，如云游戏以及 VR 等。这里我们主要讨论云游戏。

**云游戏是指将游戏放到云端服务器上运行，把游戏渲染出来的音视频画面，通过流的形式传送到终端，玩家不需要在终端上安装和运行游戏。**云计算和游戏的结合，使得依托本地硬件设备进行数据处理与音视频渲染等工作的游戏运行方式被改变，玩家不再需要购买专业、昂贵的游戏主机，只需通过云游戏平台，便可以在 PC 及移动端按订阅的方式体验多种游戏。

云游戏能否给予玩家与本地游戏无差别的游戏体验是其是否能大规模推广的关键所在，这就依赖于云计算中的计算和管理能力、音视频编码技术、终端解码技术以及传输等多方面技术的共同实现。

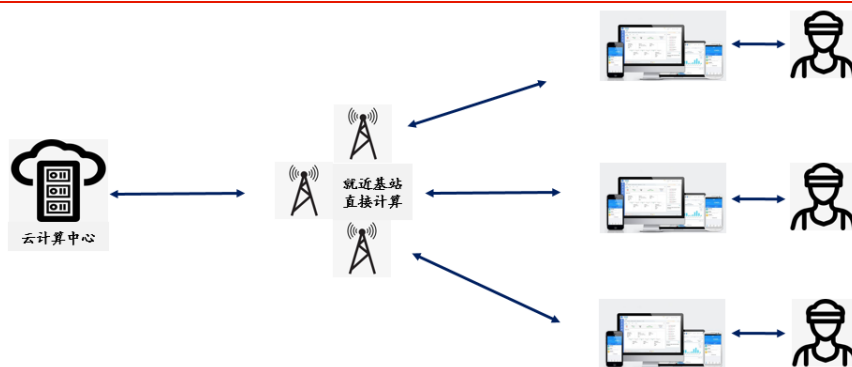
**影响云游戏体验的三个核心问题是延迟、带宽和稳定性。**游戏的整体延迟包括了游戏逻辑运算时间、音画渲染的时间，加上编码的延时、网路传输的延时、客户端解码的延时、客户端向服务端发送控制信息的延时，这就既需要网络本身的性能，还需要依靠网络传输硬件设备的升级；网络带宽是指单位时间内传输的数据量，这通常与固网升级以及移动通信技术发展密切相关。云游戏是否稳定主要是指游戏过程中的掉线、跳 Ping(延迟突然升高)以及移动网络中信号不稳定的情况。

**而 5G 的推进将大幅提升带宽，边缘计算的应用将大幅减少延迟，从而提升云游戏的体验。**根据国际电信联盟 (ITU) 发布的关于 5G 网络的技术规范中显示，5G 用户端下行速理论值可以达到 20Gbps，上行速可达 10Gbps。目前联通已经实现的 5G 网速为 3088Mbps，随着技术的不断成熟，实际可用网速会进一步提升，而云游戏对网速的需求在移动端将彻底得到满足。

**边缘数据中心提供解决“物理时延”的方案：**信号的实际传播速率的上限是光速（约 30 万千米/是），因此 5G 仍无法解决由于传输距离带来的“物理延迟”，并且随着距离的增加，为了应对光纤内的信号强度逐步减弱问题，需要在沿途进行信号增强，这进一步增加了传播时间，最终使得远距离传输存在较高的物理时延(跨国游戏面临高达 100ms 的物理延迟)。

边缘计算是指在靠近物或数据源头的一侧，采用网络、计算、存储、应用核心能力为一体的开放平台，就近提供最近端服务。对于云游戏而言，就是在玩家所在的区域建设服务器，游戏数的据储存和运行均在该服务器上。另外，边缘计算解决不仅是针对 5G 移动通信的物理时延，同样也能在有线传输上得到应用。

**图表5： 边缘计算提供云游戏解决方案**



资料来源：IDC、华泰证券研究所

云游戏自 2009 年出现第一款产品以后，由于技术的限制和商业模式的不成熟，一直未引起太大的市场热情，2009 年下半年 OnLive 推出第一款云端游戏《孤岛危机》后，由于成本压力和玩家数量的急剧下滑，最终被收购。随着 5G 时代的到来以及游戏订阅模式的成熟，云游戏迎来了高速发展时期，全球各大厂家开始布局，截止目前已经有多家主要厂商参与竞争。

**图表6： 全球已投入运营的云游戏/订阅服务厂商基础信息**

| 厂商          | 云游戏平台           | 订阅费       | 操作平台                             | 进度         |
|-------------|-----------------|-----------|----------------------------------|------------|
| SONY        | PlayStation NOW | € 14.99/m | PlayStation4, Windows            | 600+游戏     |
| NVIDIA      | GeForce NOW     | \$7.99/m  | Shield, Windows, macOS           | 500+游戏     |
| PlayCloud   | PLAYCLOUD       | \$2.25/m  | Windows, macOS, Android, Linux   | 已覆盖 10+ 国家 |
| Loudplay    | LOUDPLAY        | € 0.2/h   | Windows, macOS, Android, Linux   | 已覆盖 8 个国家  |
| RemoteMyApp | Vortex Cloud    | \$9.99/m  | Windows, Chrome, Android, Xbox 等 | 已覆盖 11 个国家 |
| Google      | Project Stream  | 试运营       | Chrome                           | 目前仅一款      |
| 腾讯          | START           | -         | Android 等多种设备                    | 广东、上海内测    |
| 微软          | Project xCloud  | -         | PCs, consoles, mobile devices    | -          |
| EA          | Project Atlas   | -         | -                                | -          |

资料来源：GeForce NOW 官网、PlayStation NOW 官网、华泰证券研究所

云游戏的高速发展将有望带来游戏行业新的蓝海市场，拓宽行业的成长性，我国 5G 的推进领先全球，因此在云游戏方面也有望取得较快的进展，从而提升整体游戏行业的估值中枢。

### 投资建议

总结来看，当前时点我们建议积极关注游戏板块，主要逻辑有：

- 1、基本面上看，政策层面，游戏版号发放稳步推进，现已发放第十批，其中不乏市场关注的大作。进口游戏版号有望发放，如游族的《权力的游戏》、凯撒文化《火影忍者》等；业绩层面，从游戏板块龙头公司披露的 2018 年业绩快报来看，大多有较好表现，凯撒文化 2019 年 Q1 预告业绩也实现高增长（80%-120%），考虑到 2018 年新品上线停滞，显示市场需求仍较为旺盛。《完美世界手游》3 月初公测后迅速登上畅销榜榜首，也是例证。随着版号发放，后续各厂商陆续将有新作推出，有望带动业绩表现；
  - 2、从估值中枢上看，我们预计随着 5G 的推进，新的游戏模式的探索将持续涌现，如谷歌近期发布的云游戏平台，上周华为也宣布将于下半年推出颠覆性的 VR 硬件，VR 与游戏的结合度也较高，板块估值中枢将有望继续提升。
- 标的建议上关注新作表现优异的完美世界、Q1 业绩高增长的凯撒文化、进口版号有望发放的游族网络等。

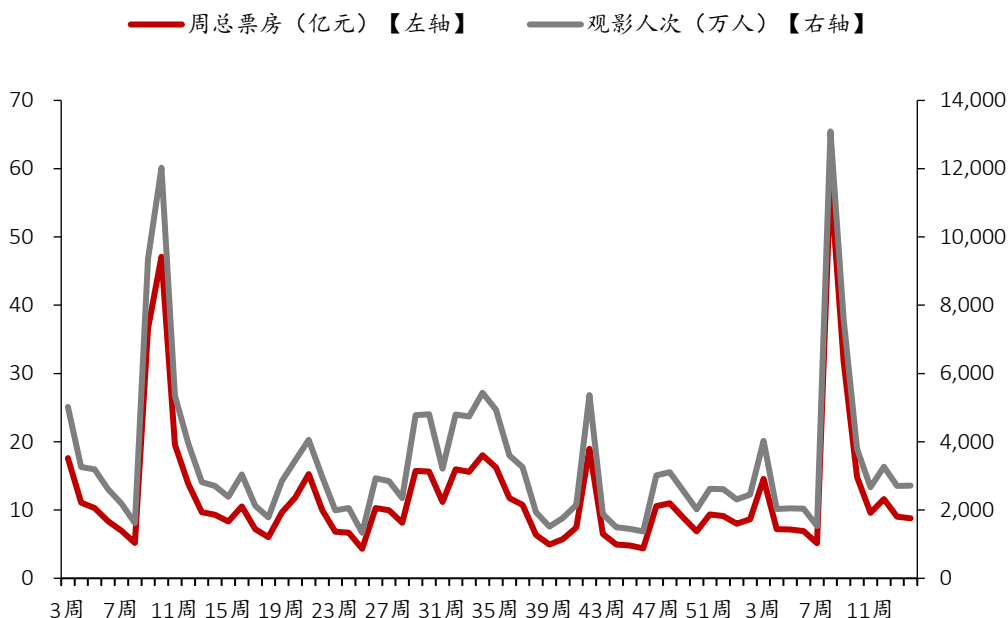


## 行业动态

### 电影市场动态

**电影市场表现（3月18日-3月24日）：**根据国家电影事业发展专项资金管理委员会办公室的统计，3月18日-3月24日，周全国票房报8.78亿元，环比下降2.6%；观影人次2717万人，环比上升0.6%；平均票价33.33元，环比下降1.05元；场均人次为12人。

图表7： 2019年第12周电影票房变化趋势



资料来源：国家电影事业发展专项资金管理委员会办公室，华泰证券研究所

图表8： 电影票房排行（3月18日-3月24日）

| 影片名称      | 本周票房（万元） | 累计票房（万元） | 平均票价（元） | 场均人次 | 上映天数（天） |
|-----------|----------|----------|---------|------|---------|
| 比悲伤更悲伤的故事 | 47,618   | 87,607   | 31      | 17   | 11      |
| 惊奇队长      | 9,688    | 100,310  | 37      | 7    | 17      |
| 老师·好      | 8,280    | 14,586   | 34      | 15   | 3       |
| 绿皮书       | 4,905    | 46,700   | 33      | 9    | 24      |
| 波西米亚狂想曲   | 4,177    | 6,317    | 40      | 19   | 3       |
| 狂暴凶狮      | 3,537    | 4,361    | 30      | 9    | 3       |
| 地久天长      | 2,531    | 3,736    | 36      | 11   | 3       |
| 乐高电影2     | 1,540    | 1,657    | 34      | 7    | 3       |
| 流浪地球      | 1,101    | 464,604  | 33      | 6    | 48      |
| 驯龙高手3     | 1,062    | 362,966  | 34      | 7    | 24      |

资料来源：艺恩咨询，华泰证券研究所

**电影后市观澜：**由天马影联、耳东影业、东方影业等6家公司出品的《反贪风暴4》，光线影业、海宁瀚坤影视出品的《风中有朵雨做的云》将于4月4日上映；美国华纳兄弟出品的《雷霆沙赞！》将于4月5日上映；银都机构、映亚影视出品的《我的宠物是大象》，青年电影制片厂、承华传媒出品的《在乎你》将于4月12日上映；深圳善为影业，北京春秋永乐出品的《双生》将于4月19日上映；迪士尼出品的《复仇者联盟4》将于4月24日上映。

**图表9：即将上映的影片**

| 首映日期      | 片名       | 出品方                                  | 发行方         |
|-----------|----------|--------------------------------------|-------------|
| 2019/4/4  | 反贪风暴 4   | 天马影联、耳东影业、天津猫眼微耳东时代营业、天津猫眼微影等        |             |
| 2019/4/4  | 风中有朵雨做的云 | 光线影业、海宁瀚坤影视                          | 光线影业、海宁瀚坤影视 |
| 2019/4/5  | 雷霆沙赞!    | 美国华纳兄弟                               | 美国华纳兄弟      |
| 2019/4/12 | 我的宠物是大象  | 银都机构、映亚影视                            | 博纳文化        |
| 2019/4/12 | 在乎你      | 青年电影制片厂、承华传媒                         | 启泰文化        |
| 2019/4/12 | 秦明·生死语者  | 乐视影业、乐创影业、天津猫眼微乐视影业、乐创影业、浙江博地影视      |             |
| 2019/4/19 | 双生       | 深圳善为影业, 北京春秋永乐                       | 五洲电影        |
| 2019/4/19 | 如影随心     | 宇乐乐影业, 万达影视, 福建恒业宇乐乐影业, 万达影视, 福建恒业影业 |             |
| 2019/4/19 | 转型团伙     | 宁奕天星、爱奇艺                             | 环球联影        |
| 2019/4/24 | 复仇者联盟 4  | 迪士尼                                  | 迪士尼         |

资料来源：猫眼专业版、华泰证券研究所

**院线票房表现（3月18日-3月24日）：**万达院线单周票房1.01亿元，环比下降7.3%，市占率12.7%，排名第一；广东大地院线单周票房0.80亿元，环比上升0.2%，市占率10.1%，位居第二。

**图表10：一周院线票房排行（3月18日-3月24日）**

| 院线      | 票房（亿元） | 环比变化  | 市场份额  | 人次（万人） | 场次（万场） | 平均票价（元） |
|---------|--------|-------|-------|--------|--------|---------|
| 北京万达    | 1.01   | -7.3% | 12.7% | 287.2  | 18     | 35.2    |
| 广东大地    | 0.80   | 0.2%  | 10.1% | 281.3  | 23     | 28.5    |
| 中影南方新干线 | 0.64   | -7.1% | 8.1%  | 226.5  | 19     | 28.3    |
| 上海联和    | 0.65   | -4.9% | 8.1%  | 197.1  | 14     | 32.8    |
| 中影数字    | 0.54   | -0.1% | 6.8%  | 196.2  | 18     | 27.5    |
| 中影星美    | 0.45   | 0.4%  | 5.7%  | 153.3  | 11     | 29.5    |
| 广州金逸珠江  | 0.40   | -7.1% | 5.0%  | 133.7  | 10     | 29.9    |
| 浙江横店    | 0.36   | 3.0%  | 4.5%  | 131.0  | 11     | 27.5    |
| 华夏联合电影  | 0.30   | -3.2% | 3.8%  | 105.4  | 9      | 28.5    |
| 幸福蓝海    | 0.29   | -6.1% | 3.7%  | 100.7  | 8      | 28.9    |

资料来源：猫眼专业版，华泰证券研究所

## 一周行业资讯

图表11：行业新闻概览

| 新闻日期       | 来源    | 新闻内容   |
|------------|-------|--|
| 2019年3月26日 | 36氪   | 猫眼娱乐发布财报，2018年全年营收37.5亿元，同比增长47.4%；净亏损1.371亿元，同比收窄3.7%。猫眼娱乐称，按截至2018年12月31日止年度电影票务总交易额计，猫眼市场份额超过60%。2018年猫眼在线娱乐票务业务增长53.0%至23亿元。   |
| 2019年3月26日 | 湖北日报  | 来自武汉东湖高新区相关部门的监测数据显示，斗鱼直播2018年收入突破40亿元。消息人士透露，斗鱼目前融资总额已达70亿元，估值250亿元，初步计划今年夏天赴美国纳斯达克上市。光谷“互联网+”办公室相关负责人表示，目前斗鱼有2亿装机用户，按照其当前200%的增速，今年收入很可能会翻番，冲刺80亿元。                                  |
| 2019年3月26日 | 36氪   | 据天眼查数据，3月20日北京链家房地产经纪公司发生了注册资本、投资人和管理层变化。天眼查信息显示，22家投资人从链家撤出投资，公司注册资本由2054.02万元变更至1355.82万元，注册资本减少33.99%。企业类型由有限责任公司（外商投资企业与内资合资）变更为有限责任公司（自然人投资或控股）。                                  |
| 2019年3月27日 | 36氪   | 今日头条已经秘密孵化出K12网校业务，计划于暑期正式上线，部分教研、产品核心负责人来自学而思网校和猿辅导。对此，头条方面表示暂不方便回应。目前，头条旗下AI伪直播外教课程APP——aikid的App已连续4个月未作更新，据一个未经证实的消息称，该品牌已并入头条旗下的少儿英语一对一品牌gogokid，而gogokid的业务销售负责人则已经调离，体系外不再投放广告。 |
| 2019年3月27日 | 腾讯科技  | 据外媒报道，爱奇艺正寻求通过可转换债券融资10.5亿美元，这些债券的息票率范围在2%-2.5%。与上一次期限更低、利息更高的可转换债券相比，该公司希望降低借款成本。此次融资还拥有高达1.5亿美元的超额配售选择权，意味着总融资规模可能达12亿美元。此次发售可转换债券的价格将在纽约股市周二收盘后宣布                                   |
| 2019年3月27日 | 经济观察网 | 抖音将对一些知识科普类内容开放5分钟长视频权限，此前，抖音只能发送15秒短视频或1分钟以内短视频。抖音方面表示，目前5分钟权限开放范围只针对知识类创作者，具体包括抖音科普顾问团（首批成员包括13位两院院士、25位专家），以及DOU短视频科普大赛通过初选的参赛队伍。   |
| 2019年3月28日 | 36氪   | 独立第三方研究机构易观发布的《中国第三方支付移动支付市场季度监测报告2018年第4季度》数据显示，2018年第四季度，中国第三方支付移动支付市场交易规模达47.2万亿元人民币，环比升高7.78%。其中，支付宝以53.78%的市场份额排名第一，腾讯金融（含微信支付）以38.87%的份额排名第二，两者合计占据整个市场的92.65%。                  |
| 2019年3月28日 | 36氪   | 国家广播电视总局在北京召开全国IPTV建设管理工作会议。会议要求，认真开展IPTV专项治理工作。广电总局决定自4月份开始在全国统一开展IPTV专项治理（包括以互联网电视形式开展的IPTV业务），严查各种违法行为和违规内容。  |
| 2019年3月28日 | 36氪   | 由腾讯游戏发起、中国科协科普部支持指导的“2019游戏+科普峰会暨科普游戏联盟成立仪式”正式举办。峰会宣布了“科普游戏联盟”的正式成立，腾讯、盛大、B站等30余家企业机构成为理事单位。同时，会上还宣布成立了联盟专家委员会，发布了《2018科普游戏行业发展研究报告》。此外，科普游戏联盟正式发起了科普游戏创意活动创意征集行动。                     |
| 2019年3月29日 | 上证报   | 目前17家受理企业中，共有7家公司明确有高管及员工参与战略配售。其中，第一批9家企业中有2家，分别是江苏北人和睿创微纳；第二批8家企业中，特宝生物、虹软科技、微芯生物等5家企业均有参与。  |
| 2019年3月29日 | 第一财经  | 工业和信息化部部长苗圩表示，根据终端的成熟程度来发放5G牌照，可能会在今年某个时间点上发放5G牌照。   |
| 2019年3月29日 | 证券时报  | 华为5G产品线总裁杨超斌在博鳌亚洲论坛上表示，从2018年发布5G第一个标准以来，华为和中国移动、LG已共同在全球布了15000个5G基站，已经可以完成大带宽、高速度的测试，速率确定可以提升10倍左右。“5G是未来10年到20年的主流，6G要来也是2030年之后的事情。”   |

资料来源：国家广电总局、36氪、第一财经、中国证券报、新浪科技、TechWeb、新华社、艺恩网、钛媒体、财新、腾讯科技、证券时报、亿欧、华泰证券研究所

图表12：公司动态

|            |  |
|------------|--|
| 2019-03-28 | 内部控制审计报告<br>链接： <a href="https://crm.htsc.com.cn/pdf_finchina/CNSESH_STOCK\2019\2019-3\2019-03-28\5122295.pdf">https://crm.htsc.com.cn/pdf_finchina/CNSESH_STOCK\2019\2019-3\2019-03-28\5122295.pdf</a>                            |
| 2019-03-28 | 新华文轩独立董事关于第四届董事会2019年第二次会议相关事项的独立意见<br>链接： <a href="https://crm.htsc.com.cn/pdf_finchina/CNSESH_STOCK\2019\2019-3\2019-03-28\5122289.pdf">https://crm.htsc.com.cn/pdf_finchina/CNSESH_STOCK\2019\2019-3\2019-03-28\5122289.pdf</a> |
| 2019-03-28 | 新华文轩2018年度社会责任报告<br>链接： <a href="https://crm.htsc.com.cn/pdf_finchina/CNSESH_STOCK\2019\2019-3\2019-03-28\5122298.pdf">https://crm.htsc.com.cn/pdf_finchina/CNSESH_STOCK\2019\2019-3\2019-03-28\5122298.pdf</a>                    |

资料来源：财汇资讯、华泰证券研究所

### 风险提示

#### 1、政策监管风险。

内容制作行业受政策监管影响较大，未来行业政策监管口径可能存在变化，从而提升制作公司项目制风险。

#### 2、影视剧作品存在市场反馈不达预期的可能。

观众的品味多样且快速变化，影视内容是否能够受到市场欢迎具有一定不确定性。虽然国产内容整体制作水平正在有序提升，但内容制作公司仍具有项目制风险。

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层  
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com