

增持

——维持

证券研究报告 / 行业研究 / 中期策略

日期：2019年5月27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

聚焦细分行业龙头 把握游戏、影视机会

——2019年文化娱乐行业中期投资策略

■ 主要观点：

娱乐消费需求分化，付费用户持续增长。

一季度以来，泛娱乐产业继续呈现需求多元化趋势，行业整体发展平稳。受移动网络用户碎片化娱乐需求影响，细分领域不断出现局部热点，短视频/直播、在线视频、小程序等细分赛道发展迅速。新一代95/00后为代表的用户付费意识与意愿大幅提升，包括腾讯、爱奇艺、哔哩哔哩等平台的付费用户规模在一季度继续保持增长。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，影视内容市场将加速细分，进入精品化时代。

5G网络、4K超高清带来广电发展机遇。

《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，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。随着5G网络的建设普及，各地方广电单位也已经开始在诸多业务积极布局，如超高清视频、融媒体中心建设、智慧广电等。

国内手游市场进入新游密集上线期，出海收入持续增长。

国内手游市场Q2-Q3有望进入新游密集上线期，腾讯系厂商近期计划上线产品量、质均优，有望带动板块业绩回暖；游戏出海收入持续增长，成功进军发达国家市场，各品类新游戏不断涌现。

关注少儿、教育出版及足球产业事件催化。

出版行业重点关注少儿图书及教育出版；关注西班牙人进军欧战进展。

■ 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、完美世界、游族网络。

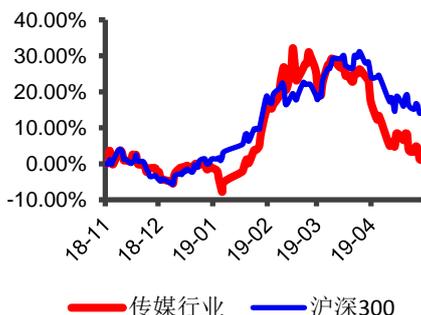
■ 数据预测与估值：

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
			18A	19E	20E	18A	19E	20E		
光线传媒	300251	6.73	0.47	0.28	0.33	14.38	23.93	20.39	2.30	谨慎增持
东方明珠	600637	10.04	0.59	0.62	0.64	17.10	16.12	15.69	1.20	谨慎增持
万达电影	002739	18.55	0.62	0.78	0.88	29.78	23.93	21.08	2.97	谨慎增持
吉比特	603444	196.09	10.1	11.4	13.2	19.50	17.17	14.86	4.51	增持
游族网络	002174	18.00	1.15	1.37	1.8	15.65	13.14	10.00	3.38	增持
完美世界	002624	24.60	1.3	1.66	1.91	18.92	14.82	12.88	3.64	增持
中文传媒	600373	13.33	1.18	1.3	1.46	11.30	10.25	9.13	1.33	谨慎增持

资料来源：上海证券研究所；股价数据为2019年5月24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-QIT02

重要提示：请务必阅读尾页分析师承诺和免责条款。

目 录

一. 娱乐消费稳中有升 付费用户持续增长	1
1.1 娱乐消费需求分化, 影视付费用户规模持续增长。	1
1.2 1-5 月电影票房低于去年同期。	2
1.3 院线集中度继续提升。	3
1.4 电视剧: 精品化趋势明显。	3
1.5 在线视频: 一季度用户规模持续增长。	4
1.6 5G 网络推广及 4K 超高清规划出台带来广电新机遇。	6
二. 游戏行业: 国内市场进入新游密集上线期, 出海收入持续增长	6
2.1 国内游戏市场增速放缓, 版号恢复利好有望逐步兑现	6
2.2 国内手游市场迎新游密集上线期, 关注腾讯系厂商表现	8
2.4 手游出海持续高增长, 头部产品发力日美市场。	10
2.5 国内外大厂加速布局云游戏。	11
三. 出版行业: 少儿图书线上销售好, 教材教辅市场逐步复苏	12
3.1 图书零售市场稳健, 一季度少儿图书线上持续热销	12
3.2 多重利好刺激, 教育出版行业有望复苏	13
四. 体育行业: 总体增长势头良好, 关注事件催化 ...	15
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	15
4.2 西班牙人进军欧战, 关注后续表现	16
五. 行业表现及估值	17
5.1 年初至今板块表现落后于沪深 300 指数。	17
5.2 相对估值水平处在低位区间。	18
六. 重点关注公司	19
七. 风险提示	19

图

图 1 2013-2020 年中国居民人均娱乐消费 (美元)	1
图 2 2019 年 3 月中国网民月度上网时长	1
图 3 2018 年 6 月-2019 年 5 月 23 日国内月度票房 (万元) ..	2
图 4 截止到 2019 年 5 月 23 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) 错误!未定义书签。	
图 8 中国游戏市场用户规模及增速 (百万人) 错误!未定义书签。	
图 9 中国手机游戏市场收入规模及增速 (亿元) 错误!未定义书签。	
图 10 新上线手机游戏 App 数量及行业月活变动趋势错误!未定义书签。	
图 11 手游行业总使用时长同比下滑	错误!未定义书签。
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	错误!未定义书签。
图 13 近期版号发放数量	错误!未定义书签。
图 14 2018 买量游戏厂商 Top10	错误!未定义书签。
图 15 2018 年首次投放广告的游戏数占比. 错误!未定义书签。	
图 16 2018 年手游行业买量广告点击激活率错误!未定义书签。	
图 17 总部位于中国的发行商所发行游戏的海外用户支出.. 错误!未定义书签。	
图 18 2018 年中国手游出海收入 Top30 .. 错误!未定义书签。	
图 19 中国图书零售市场码洋规模 (亿元) 错误!未定义书签。	
图 20 双胶纸市场价走势 (北京-UPM-70-100g) (元/吨) .. 错误!未定义书签。	
图 21 K12 在校生数整体走势 (万人) ... 错误!未定义书签。	
图 22 我国体育产业总产出及增加值 (万亿元) 错误!未定义书签。	
图 23 2017 年体育产业各类别情况	错误!未定义书签。
图 24 中国足球运动受众情况	错误!未定义书签。
图 25 2019 年初至今传媒板块表现落后于沪深 300 指数 (%)	18
图 26 传播与文化产业历史市盈率(TTM, 整体法)	18

表

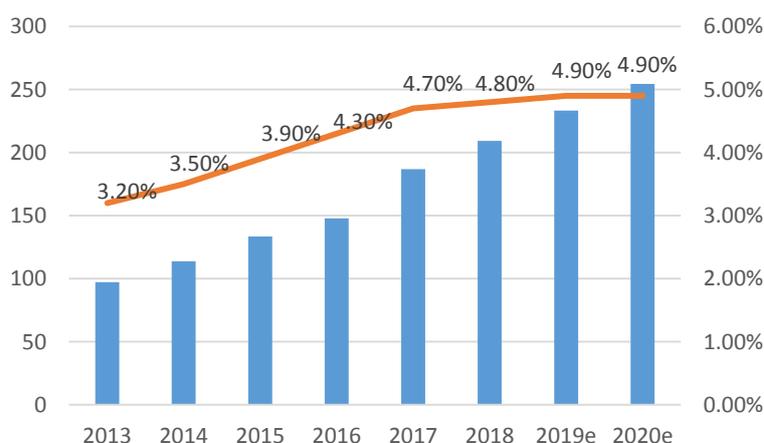
表 1 全国国产电视剧发行许可证颁发情况	4
表 2 2019 年重点影视公司剧目	4
表 3 2019 年三大网络平台部分重点剧目	5
表 4 主要云游戏平台情况	错误!未定义书签。

一. 娱乐消费稳中有升 付费用户持续增长

1.1 娱乐消费需求分化，影视付费用户规模持续增长。

今年一季度以来，泛娱乐产业继续呈现需求多元化趋势，行业整体发展平稳，生态化平台的整体协同能力和商业价值正在逐步凸显。受移动网络用户碎片化娱乐需求影响，细分领域不断出现局部热点，短视频/直播、在线视频、小程序等细分赛道发展迅速。新一代 95/00 后为代表的用户付费意识与意愿大幅提升，包括腾讯、爱奇艺、哔哩哔哩等平台的付费用户规模在一季度继续保持增长。

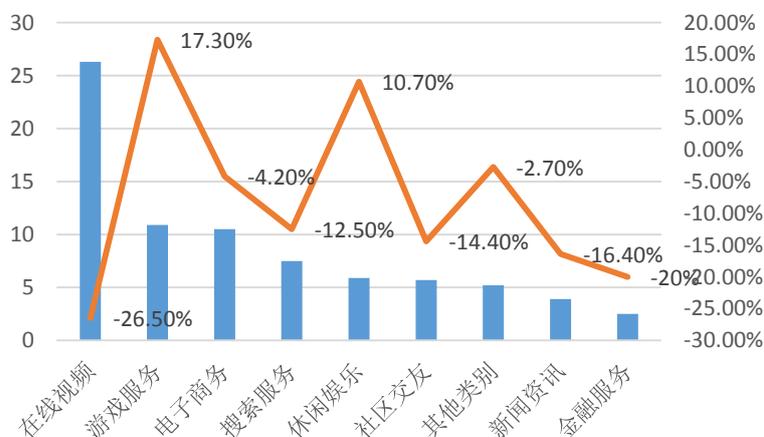
图 1 2013-2020 年中国居民人均娱乐消费（美元）



数据来源：国家统计局 艾瑞咨询 上海证券研究所

用户需求增长集中在游戏服务、休闲娱乐等领域，月度总上网时间分别同比上升 17.3%、10.7%。新生代消费者逐渐习惯于产品付费，大部分用户倾向于按需或次数付费，少量核心用户倾向于年付费。

图 2 2019 年 3 月中国网民月度上网时长

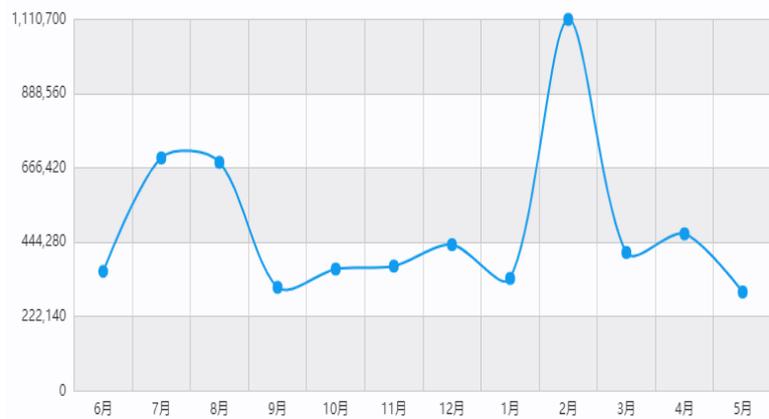


数据来源：iUserTracker 艾瑞咨询 上海证券研究所

1.2 1-5 月电影票房低于去年同期。

截至 2019 年 5 月 23 日，国内电影票房 263.28 亿元，同比下滑约 6%。尽管 2 月春节档电影票房达 110 亿，创出月度票房历史新高。5 月有《复仇者联盟 4》创出 42 亿票房，8600 万观影人次，但总体影片质量及票房仍不及去年同期。2019 年前 4 个月，全国累计观影人次为 5.92 亿人次，同比下滑约 11%；前 4 个月，全国平均电影票价为 39.4 元，较 2018 年 35.3 元的水平增长超过 10%。票房呈现观影人次下降，电影票房上涨的趋势。预计 2019 年整体票房有望保持小幅增长，看好暑期档票房重拾回升态势。

图 3 2018 年 6 月-2019 年 5 月 23 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 5 月 23 日月票房情况

月份	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5月	296322	-36.96%	6350887	-34.64	7551	-32.54%	复仇者联盟4: 终局之战 本月 162145万 占55%
2019年4月	470052	+13.47%	9717388	-7.10	11193	-7.94%	复仇者联盟4: 终局之战 本月 260534万 占55%
2019年3月	414270	-62.70%	10459809	-0.35	12158	-53.51%	惊奇队长 本月 102021万 占25%
2019年2月	1110670	+229.74%	10496829	+0.60	26151	+170.72%	流浪地球 本月 444942万 占40%
2019年1月	336830	-23.02%	10434575	+7.42	9660	-22.17%	大黄蜂 本月 110586万 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	+94.68%	9568194	+5.44	19812	+88.98%	我不是药神 本月 304130万 占44%
2018年6月	357826	-17.28%	9074369	+2.51	10484	-13.32%	侏罗纪世界2 本月 150691万 占42%

数据来源：艺恩咨询 上海证券研究所

1.3 院线集中度继续提升。

截至 5 月末，2019 年万达院线实现票房 35.59 亿元，以 14.62% 的占比排名第一，TOP3 院线票房占比 32.75%，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 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。同时 imax、杜比音效、中国巨幕等新型影厅数量提升明显。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。

2019 年 1-3 月，全国各类电视剧制作机构共计生产完成并获准发行国产电视剧 42 部 1809 集。现实题材剧目共计 30 部 1254 集，分别占总比例的 71.43%、69.32%。历史题材剧目共计 11 部 513 集，分别占总比例的 26.19%、28.36%。重大题材共计 1 部 42 集，分别占总部、集数的 2.38%、2.32%。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下滑趋势。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，精品化以及更多的先网后台播放预计是未来的主要趋势。

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
2019Q1	42	1809

数据来源：国家广播电影电视总局 上海证券研究所

2019 年下半年五大卫视都有不同侧重，北京卫视全面开启国潮品牌新时代，东方卫视力推现实题材作品，湖南卫视布局综艺前沿，浙江卫视全新布局综艺、剧集，江苏卫视打造四维节目矩阵。北京卫视“独播计划”，推出《我们都要好好的》、《时间都知道》、《神探柯晨》、《半生缘》、《霍元甲》等多部独播大剧。东方卫视预计播出 18 部大剧，主打现实题材。江苏卫视的《一场遇见爱情的旅行》和《我要和你在一起》相继登陆黄金档幸福剧场。东方神话新武侠剧《太古神王》将登陆暑期档。2019 年古装剧退热，现实题材、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

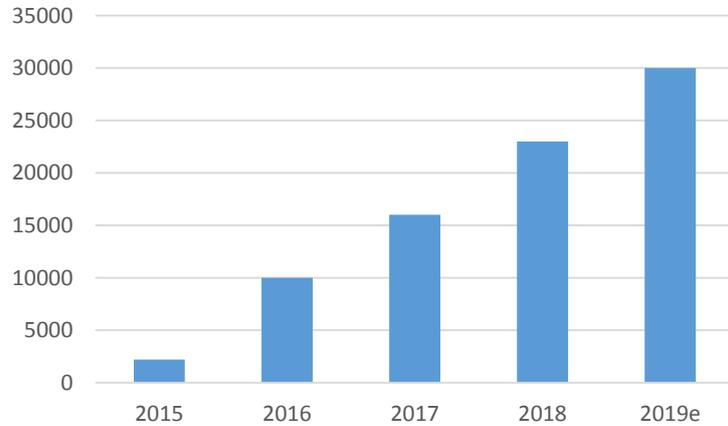
数据来源：犀牛娱乐 上市公司公告 上海证券研究所

1.5 在线视频：一季度用户规模持续增长。

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。今年一季度，付费用户规模延续增长趋势。从爱奇艺等视频平台披露的数据看，爱奇艺付费用户达 9680 万，腾讯 8900 万、芒果 TV1331 万。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。根视频网站对内容的硬性刚需，意味着投入将继续增加，爱奇艺宣布 2019 年内容投入将超过 200 亿，2019 年腾讯视频的全年预算也

超过 200 亿元。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

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。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。

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
爱奇艺	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
腾讯视频	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

数据来源：犀牛娱乐 视频网站 上海证券研究所

1.6 5G 网络推广及 4K 超高清规划出台带来广电新机遇。

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。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。

国家广播电视总局党组成员、副局长张宏森在第 27 届中国国际广播电视信息网络展览会上提出：“建设面向 5G 的移动交互广播电视网。在三大运营商之外，广电正在积极争取融入 5G 建设阵营，利用广电的频率资源优势、技术资源优势、行业资源优势，特别是弥足珍贵的内容资源和文化创意优势，建设面向 5G 的移动交互广播电视网络。这是贯彻中央确定的移动优先策略，推动广播电视人人通、终端通的重要举措，是 5G 环境下广电行业插翅腾飞的历史性机遇。” 5G 时代即将来临，各地广电媒体将迎来 5G 发展，各地方广电单位也已经开始在诸多业务积极布局，如超高清视频、融媒体中心建设、智慧广电等。

二. 游戏行业：国内市场进入新游密集上线期，出海收入持续增长

2.1 国内游戏市场增速放缓，版号恢复利好有望逐步兑现

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。国内手游市场 2018 年实现收入 1339.6 亿元，同比增长 15.4%，依然是推动游戏行业收入增长的最主要贡献者。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。

2019Q1，国内游戏市场实现销售收入 584.4 亿元，同比增长 5.1%，环比增长 8.8%。我们认为，游戏市场较 2018Q4 出现环比回升主要是多款老游戏推出了新年新版本从而提升了玩家活跃度，而手游市场特别是新游表现相对一般，版号重新下发的利好尚未得到充分体现。

图 7 中国游戏市场收入规模及增速 (亿元)



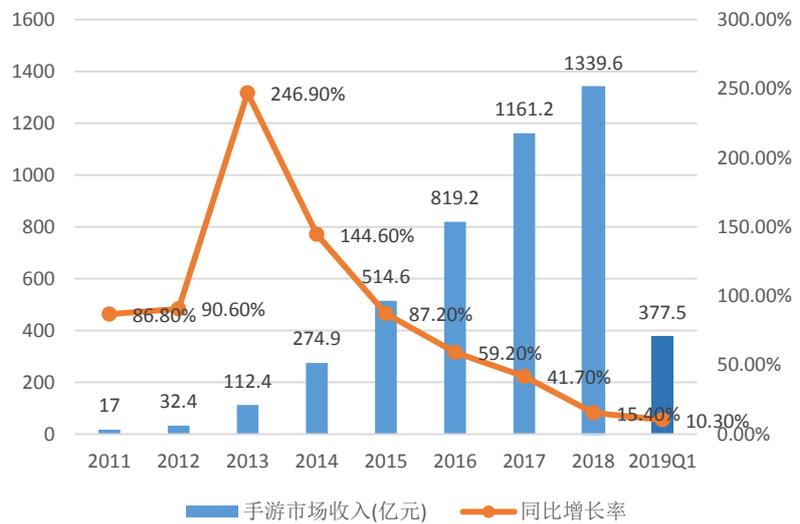
数据来源: GPC、CNG&IDC 上海证券研究所

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

图 9 中国手机游戏市场收入规模及增速 (亿元)

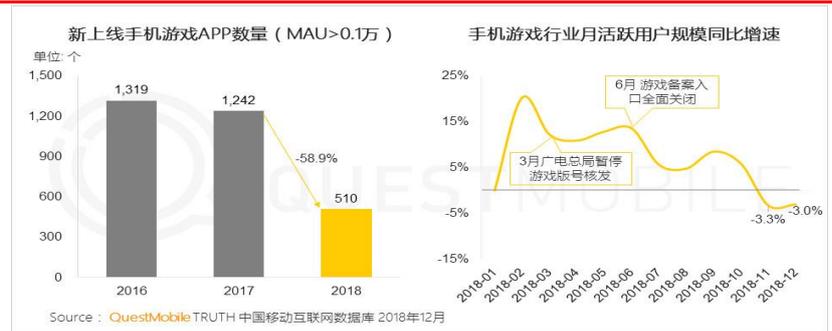


数据来源: GPC、CNG&IDC 上海证券研究所

由于手游产品生命周期相对较短，需要大量新游戏的持续推出来弥补老游戏流水的自然下滑。因此，2018 年版号审批的暂停导致的新游供给大幅减少对手游市场的负面影响十分显著。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%。尤其是在 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。2018 年底，游戏版号审批开始恢复。近几个月版号发放的数量较版号审批暂停之前有着较大幅度的减少。但是，近期获得版号的游戏基本上都属于 2018 年申报但未完成审批流程的游戏，其中重度游戏占比极高，重度游戏获得版号的数量与审批暂停前并无明显差距。2019 年 4 月，对于 2018 年申报游戏的版号审批工作宣告完成，广电总局官网在 4 月中旬也正式下发了最新版《游戏作

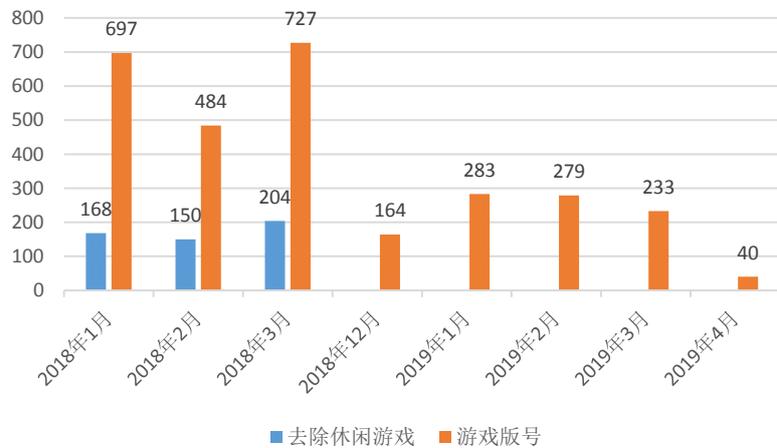
品出版申请书》，这意味着版署开始接受 2019 年新的游戏版号审批申请。不过，近期暂未有基于新《申请书》的版号下发，未来游戏版号在过审难度及发放数量上有着怎样的变化仍需进一步观察。到目前为止，版号审批恢复后已有千余款游戏获批，但这些游戏在正式上线前普遍需要经过一段时间的测试调优，导致 2019Q1 手游市场中新游表现并不活跃。我们预计这一批新游的集中上线期将出现在 Q2-Q3，届时，手游市场收入规模有望出现环比较大程度回暖。

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 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

2.2 国内手游市场迎新游密集上线期，关注腾讯系厂商表现

版号审批的恢复使得各大游戏厂商不再有政策上的后顾之忧，大量新老已获版号游戏有望迅速完成测试调优的工作，在 Q2-Q3 集中上线。腾讯是国内游戏市场的绝对龙头，尤其是在手游市场，其发行能力在国内市场遥遥领先；其自行研发的以及与合作伙伴共同推出的游戏产品占据了国内手游市场收入的半壁江山。介于腾讯游戏在国内市场极强的影响力，我们可以近似的通过腾讯手游的产品发行计划来推测未来一段时间内国内手游市场的景气情况。

纵览腾讯 2019 年头部手游产品的发行计划，我们发现，无论是在头部产品的数量上还是质量上，2019 年腾讯游戏的表现都将超出去年水平。诚然，腾讯一季度游戏业务的表现比较一般，但这主要是受累于部分游戏流水被递延至今后以及一季度上线新游数量较少。近期，腾讯游戏业务已开始发力，数款产品将对公司未来业绩带来较为显著的积极影响。首先是 3 月底发行的《完美世界》，其首月流水超 10 亿元，畅销榜排名稳定在 Top3，有望成为目前市场上最“吸金”的 MMORPG 游戏；5 月，《和平精英》的正式上线意味着“吃鸡”手游的商业化变现之路正式开启。《和平精英》在用户规模上是国内唯一一款可与《王者荣耀》相提并论的游戏，其庞大的用户群体以及在漫长的测试周期中逐渐积累的付费需求在短时间内集中释放，使得游戏上线后的收入水平十分惊人。根据 SensorTower 测算，仅 iOS 渠道，游戏前三天的收入规模就接近 1 亿元，首月流水或能达到 20 亿元水平。两款新游戏的良好表现将对公司业绩带来显著增量。

此外，我们还发现二季度末是腾讯全年重点产品上线最为集中的时间点，期间将上线包括《云梦四时歌》、《妖精的尾巴-魔导少年》、《剑网 3-指尖江湖》、《权力的游戏-凛冬将至》、《我的起源》等多款头部手游，大概率带动短期内手游市场流水规模的大幅增长。《云梦四时歌》作为这一批次手游中最先上线的一款作品，虽然作品本身并无大 IP 加成，但凭借其 3D 国风精致的视觉表现，以及成熟的卡牌+回合制玩法，游戏在上周成功上线后即吸引了大量玩家的关注，取得 iOS 畅销榜最高排名第 6 的好成绩。而此后计划陆续上线的作品中更包含了多款端改手、全球顶尖 IP 改编的作品，预计流水收益还将高于《云梦四时歌》。在二季度末这一批次上线的游戏中，腾讯多采用代理发行的模式，因此，我们同样建议关注完美世界、游族网络、西山居（金山软件）等新游戏的研发方。相关公司将充分受益于腾讯强大的发行能力，双方共同将新游戏的流水做大，并从中获取可观的游戏分成收入。

表 4 腾讯 2019 年（计划）上线的头部手游

游戏	(预计)上线时间	研发商	备注
完美世界	2019.3	完美世界	保持 iOS 畅销榜 Top2-3
一起来捉妖	2019.3	自研	最高 iOS 畅销榜 Top4
和平精英	2019.5	自研	iOS 畅销榜 Top1-2
云梦四时歌	2019.5	完美世界	最高 iOS 畅销榜 Top6
妖精的尾巴-魔导少年	2019.5	自研	日漫头部 IP, Taptap 预约榜前 10

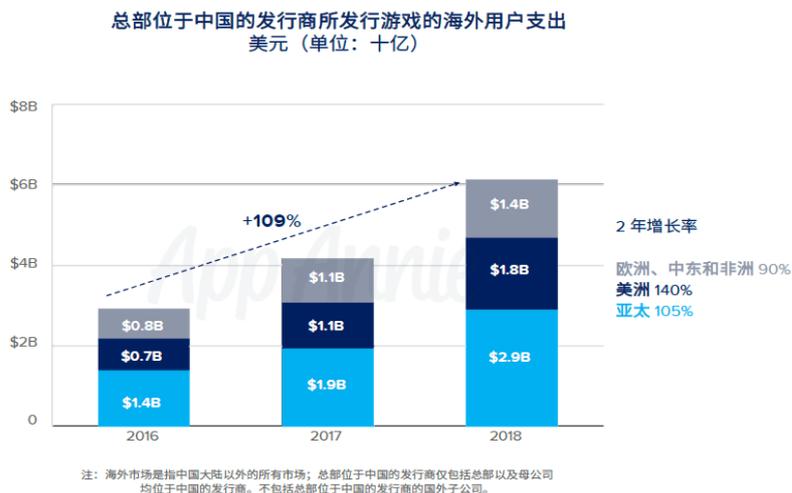
剑网3-指尖江湖	2019.6	西山居	国内顶级武侠 MMO 改编， 官网预约千万级
权力的游戏-凛冬将至	2019.6	游族网络	全球顶级 IP 改编，官网预 约千万级
我的起源	2019.6	完美世界	Taptap 评分 9.0
龙之谷世界	2019Q3	盛趣游戏	头部端游改编
龙族幻想	2019Q3	祖龙娱乐	顶级网文 IP
地下城与勇士 M	2019	自研	顶级端游 DNF 改编
使命召唤	2019	自研	动视暴雪合作项目

数据来源：各游戏官网、Taptap、Appannie 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 12 总部位于中国的发行商所发行游戏的海外用户支出



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。

近期，部分新出海的游戏也取得了良好的收益。2019Q1 成功跻身出海游戏收入 Top30 的 A 股上市公司相关游戏产品包括《MU: ORIGIN2》(掌趣科技)、《神命》(君海游戏)、《Z Day》(Funplus)、《Chapters》(中文在线)等，建议持续关注相关产品的流水表现。

图 13 2018 年中国手游出海收入 Top30



数据来源：Sensor Tower 上海证券研究所

2.5 国内外大厂加速布局云游戏。

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”；3 月，谷歌正式推出了云游戏平台“Stadia”；4 月，腾讯开始测试云游戏平台“Start”。5G 时代的临近使得云游戏受到的市场关注度大大提升。

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。虽然目前的 4G 环境仍较难达到云游戏平台要求的高网速及低延时，但未来 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 5 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

云游戏还有望重塑游戏行业的商业模式。相比目前一次性买断或是本体免费道具内购的变现模式，部分游戏玩家可能更容易接受云游戏普遍采用的订阅制结合内购的变现模式，有望进一步拓展游戏玩家规模，或是刺激玩家尝试更多数量的游戏。

三. 出版行业：少儿图书线上销售好，教材教辅市场逐步复苏

3.1 图书零售市场稳健，一季度少儿图书线上持续热销

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。

2019Q1 图书零售市场仍然面临着一定压力。根据“中国出版传媒商报·奥示数据”的监测数据显示：2019Q1 实体书店销售数量同比下降 28.63%，销售码洋同比下降 17.46%；网店销售数量同比增长 10.85%，销售码洋同比增长 14.85%，维持线下萎缩线上增长的基本格局。

分品类来看，社科类图书的线下销售码洋有较为明显减少，主要是因为去年销售极为火爆的主题思想类读物虽然仍然畅销，但销量较峰值有所回落；文艺类图书新增畅销图书不多，但《流浪地球》的成功带动了科幻读物的热销；由于少儿类图书多数是家长为孩子代买，且购买书目集中在几部老牌经典童书及系列化热销童书当中，对于到实体店选购的要求不高，故折扣力度较大的线上渠道更受家长青睐，线上渠道的销售码洋占比远高于线下。2019Q1，少儿类图书持续热销，线上销售码洋实现快速增长，同比增长 27.37%，所占线上渠道的市场份额超过文教类，达 28.45%，成为线上渠道码洋占比最大的细分品类。建议关注在少儿类图书出版布局较为深入的凤凰传媒、山东出版、新华文轩等传统出版公司。

图 14 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

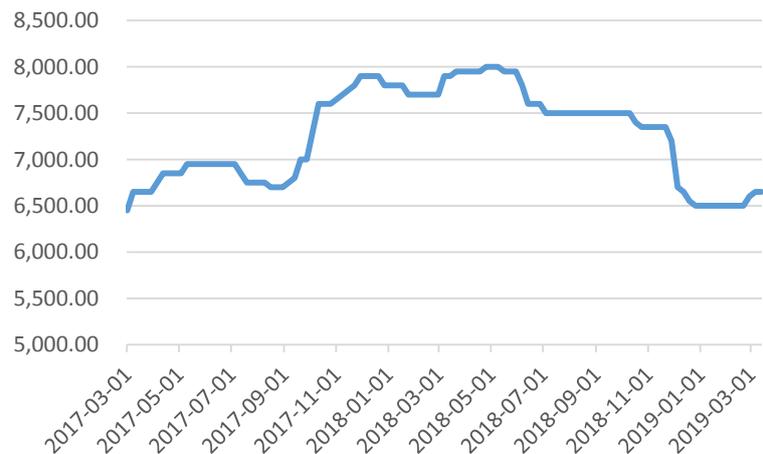
教育出版行业受政策消化、成本降低、需求增长三重利好刺激，行业景气度有望复苏。

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。

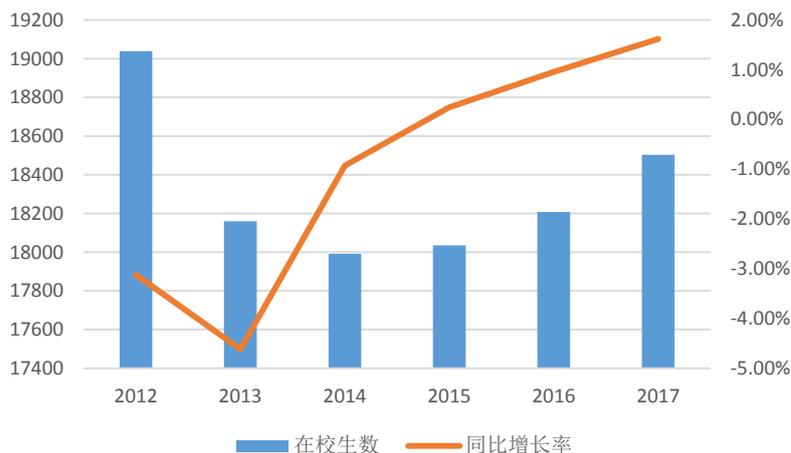
图 15 双胶纸市场价走势（北京-UPM-70-100g）（元/吨）



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，建议关注有教材教辅出版发行资质的各地方出版集团。

图 16 K12 在校生数整体走势（万人）



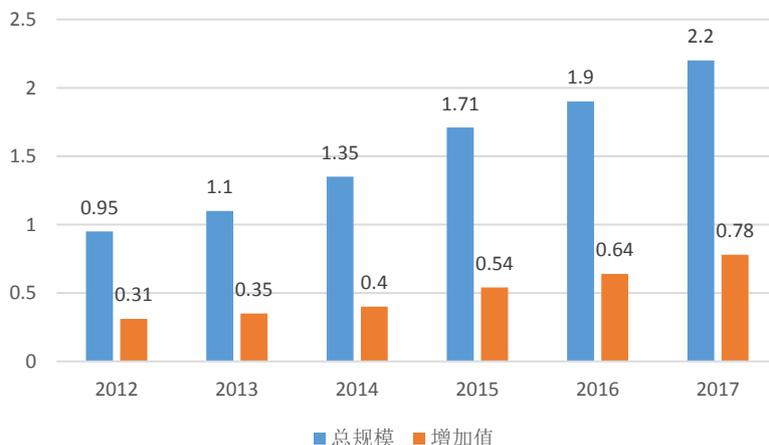
数据来源：教育部 上海证券研究所

四. 体育行业：总体增长势头良好，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 17 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 18 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
体育产业	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

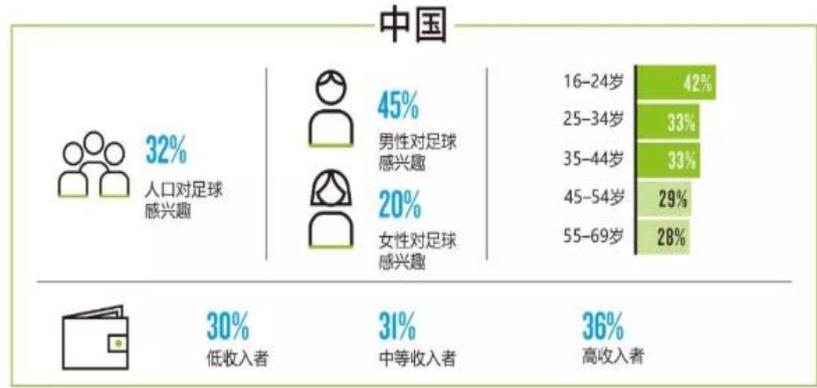
注：若数据分项合计与总值不等，是由于数值修约误差所致。

数据来源：国家体育总局 上海证券研究所

4.2 西班牙人进军欧战，关注后续表现

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，赛赛关注度高。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 19 中国足球运动受众情况



数据来源：尼尔森 上海证券研究所

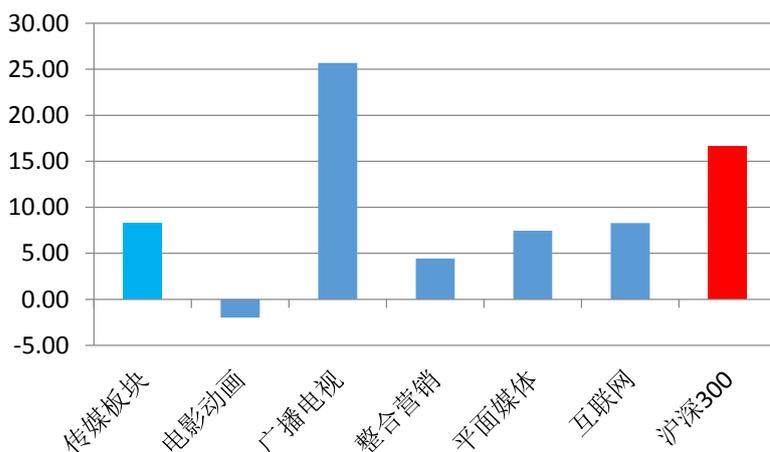
近期，由中国球员武磊加盟的西甲西班牙人俱乐部实现了重大突破。在本赛季的西甲联赛临近收官之际，西班牙人队连胜三盘，最终排名第7，时隔13年重新拿到了欧联杯资格赛门票。本赛季欧联杯资格赛将于7月开打，如果吴磊及西班牙人队持续良好表现，有望带动未来俱乐部广告赞助、衍生品收入，以及下一转播周期西甲联赛转播收入的提升等。建议关注相关公司星辉娱乐（持有西班牙人俱乐部99%股权）、当代明诚（正式签署2019-2025年西甲全媒体版权）。

五. 行业表现及估值

5.1 年初至今板块表现落后于沪深300指数。

今年传媒板块整体呈现普涨行情，截止到5月24日，板块整体上涨幅度为8.31%，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25.69%、8.29%、7.46%、4.43%、-1.98%，传媒板块整体表现落后于沪深300指数，同期沪深300指数上涨16.68%。

图 20 2019 年初至今传媒板块表现落后于沪深 300 指数 (%)



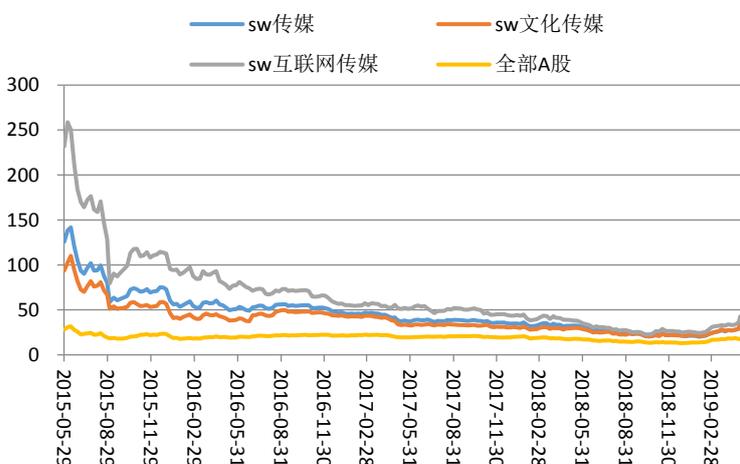
数据来源: WIND 资讯 上海证券研究所

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, sw 传媒指数目前的市盈率 30.97 倍, 板块估值较年初有所提升, 但仍处于相对低位。其中, sw 文化传媒板块与 sw 互联网传媒板块的估值分别为 31.08 倍、37.20 倍, 均处于历史低位。

从传媒板块与 A 股整体估值水平的偏离度看, 最高值出现在 2015 年 5 月的 3.18 倍, 目前与 A 股的偏离度为 1.90 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, 考虑到影视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 21 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 2019-2020 年公司每股收益为 0.28 元和 0.33 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 2019-2020 年公司每股收益为 0.81 元和 0.88 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 2019-2020 年公司每股收益为 0.62 元和 0.64 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 2019-2020 年公司每股收益为 11.42 元和 13.20 元，给予公司“谨慎增持”评级。

完美世界：公司影视与游戏业务并行。端游业务受益于 Ti 赛事 2019 年落地中国。手游业务受益于《完美世界》、《云梦四时歌》的突出表现。公司未来影视、游戏业务储备丰富。我们预测公司 2019-2020 年每股收益分别为 1.66 元、1.91 元，给予公司“增持”评级。

游族网络：公司游戏长线运营能力强，海外发行业务发展迅速。公司持有的顶级 IP《权利的游戏》改编手游即将于 6 月上线，为公司未来的业绩增长提供了较为可靠的保障。预计公司 2019-2020 年每股 EPS 分别为 1.37 元、1.80 元，维持“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。自研的 SLG 版《COD》持续推进，Q2 代理发行的《恋与制作人》即将海外上线。预计公司 2019-2020 年每股 EPS 分别为 1.30 元、1.46 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。

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。