



强于大市

公司名称	股票代码	股价 (人民币)	评级
吉比特	603444.SH	230.10	买入
游族网络	002174.SZ	17.60	买入
星辉娱乐	300043.SZ	5.03	买入
当代明诚	600136.SH	11.10	买入
完美世界	002624.SZ	27.10	买入
三七互娱	002555.SZ	14.11	买入
顺网科技	300113.SZ	16.39	买入
新媒股份	300770.SZ	89.62	未有评级
芒果超媒	300413.SZ	41.80	未有评级

资料来源：万得，中银国际证券

以2019年7月1日当地货币收市价作为标准

主要催化剂/事件

游戏版号审批趋严，头部效应加剧

冬奥会、亚洲杯等大赛驱动体育产业商业化加快
5G商用带动超高清视频和云游戏产业链崛起

相关研究报告

《传媒行业 2018 年报及 2019 年一季报综述》
20190508

《传媒行业 2019 年年度策略》20190102

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

传媒

方光照

(021)20328348

guangzhao.fang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300519010001

传媒行业 2019 年中期策略

咬定业绩青山，拨开 5G 云雾

2019 年上半年，申万一级传媒指数上涨 7.8%，在所有行业中涨幅靠后，且行业整体估值依旧位于 2012 年以来的底部区域，政策依然是影响板块业绩预期和估值的重要因素。延续年度策略报告观点，我们认为沿政策方向寻找业绩确定性机会仍然是下半年投资的一条主线，基于政策支持力度、业绩边际改善和确定性、当前估值水平，建议重点布局游戏、体育板块；另一方面，5G 全面商用越来越近，对文娱互联网产业的变革将逐步浮出水面，我们认为 5G 将为云游戏及超高清视频赋能，打开云游戏产业链及 OTT 行业增量空间，从布局未来的角度，建议积极把握云游戏及 OTT 行业投资机会。

支撑评级的要点

- **游戏：供需两端决定依然拥有较大成长空间。**需求端来看，下沉市场用户时长的增长及海外市场依然能带来增量需求，国内用户对精品游戏需求越来越大。供给端来看，版号收紧、监管对游戏内容审核的趋严，将加剧头部化。精品化趋势下，国内游戏市场“两超多强”的格局有望延续，海外市场竞争相对开放，二线游戏龙头游族网络、完美世界、三七互娱、吉比特等市场份额仍有提升空间，业绩增长确定性较强。
- **体育：政策支持和大赛驱动下，商业化变现加快。**体育产业“十三五”规划目标“到2020年体育产业总产值超3万亿元”进入收官阶段，2014年46号文提出的“到2025年体育产业总产值达到5万亿”进入下半场。2019-2023年，男篮世界杯、冬奥会、亚运会、亚洲杯等国际大赛陆续在中国举办，场馆建设、体育营销、版权运营、赛事内容及衍生品等产业链将进入新一轮商业变现周期；而足球产业作为体育核心产业，在政策支持和国内资本的推动下，商业化变现加快。
- **5G 为云游戏产业链及 OTT 行业赋能。**网络技术是云游戏突破的关键，预计 5G 商用将大大加快云游戏产业进程。云游戏将对游戏设备、内容、变现模式等方面带来变革，降低设备门槛，普及 3A 级游戏大作，订阅付费模式或兴起，也为云游戏服务商打开发展空间。2019 年 3 月工信部、国家广电总局等联合下发《超高清视频产业行动发展规划（2019-2022 年）》，超高清视频产业在政策支持下有望加速，而 5G 商用后将从技术角度助力超高清视频产业发展，“5G+超高清”为 OTT 大屏生态带来新机遇，技术、内容领先的 OTT 龙头迎来增量空间。

重点推荐

- 游戏板块推荐业绩成长确定性相对较强的 A 股龙头：**游族网络、完美世界、三七互娱、吉比特**；体育板块推荐稀缺性双龙头：**当代明诚、星辉娱乐**；5G 商用有望推动云游戏加速崛起，推荐产业链布局占据先发优势的**顺网科技**；“5G+超高清视频”驱动 OTT 行业迎来新机遇，建议关注**新媒股份、芒果超媒**。

评级面临的主要风险

- 公司业绩不及预期、行业政策发生重大转变、限售股解禁。



目录

复盘 2019 上半年：估值依然在 12 年以来底部，政策依然是重要变量	6
咬定青山不放松：继续看好政策支持力度大，业绩确定性较强的游戏、体育板块.....	10
三、拨开云雾见天明：5G 为云游戏及 OTT 大屏生态赋能	24
投资建议.....	34
风险提示：	35
当代明诚.....	37
星辉娱乐.....	39



图表目录

图表 1.2019 年上半年各行业板块收益表现	6
图表 2. 各主要指数 2019 年上半年表现情况	6
图表 3.各行业板块最新动态市盈率情况.....	7
图表 4. 2008.6-2019.6 申万一级传媒行业指数走势及市盈率	7
图表 5. 年初至今各个板块涨跌幅对比	8
图表 6. 年初至今各个板块动态市盈率对比	8
图表 7. 主要政策发布前后游戏板块的平均市值走势	8
图表 8. 主要政策发布前后广电板块的平均市值走势	9
图表 9. 主要政策发布前后影视板块的平均市值走势	9
图表 10. 主要政策发布前后出版板块的平均市值走势	9
图表 11. 2008-2018 年中国移动游戏用户规模	10
图表 12. 进入过 iOS 日畅销榜 TOP200 的老游戏数量及占比.....	11
图表 13. 2014-2018 年全球游戏市场收入情况	11
图表 14. 中国自主研发游戏海外收入增长情况	11
图表 15. 2014 年以来每月版号发放情况.....	12
图表 16. 2014 年以来每月版号发放类别.....	12
图表 17. 2019 年 4 月 22 日广电总局游戏新规及解读	12
图表 18. 《梦幻西游》上线以来在 iOS 畅销榜排名	13
图表 19. 《大话西游》上线以来在 iOS 畅销榜排名	13
图表 20. 《阴阳师》上线以来在 iOS 畅销榜排名	13
图表 21. 《新诛仙》上线以来在 iOS 畅销榜排名	14
图表 22. 《完美世界》手游上线以来在 iOS 畅销榜排名	14
图表 23. 《问道》手游上线以来在 iOS 畅销榜排名	14
图表 24. 《不思议迷宫》手游上线以来在 iOS 畅销榜排名	14
图表 25.三七互娱《永恒纪元》流水表现.....	14
图表 26. 《大天使之剑 H5》上线以来在 iOS 畅销榜排名	15
图表 27. 《鬼语迷城》上线以来在 iOS 畅销榜排名	15
图表 28. 《一刀传世》上线以来在 iOS 畅销榜排名	15
图表 29. 《斗罗大陆》上线以来在 iOS 畅销榜排名	15
图表 30. 游族网络海外业务营收情况	16
图表 31. 2018 年移动游戏海外流水 TOP10.....	16
图表 32.2019 年一季度国内移动游戏上市公司市场份额.....	17
图表 33. 2018 年腾讯、网易自研游戏国内市场份额.....	17



图表 34. 2010 年至今中国体育产业政策.....	17
图表 35. 部分重点体育领域的细分政策.....	18
图表 36. 2013-2017 年体育产业总规模.....	18
图表 37. 2008-2017 年体育产业增加值.....	18
图表 38. 2019 年开始在国内举办的重大国际体育赛事.....	18
图表 39. 北京奥运会收入拆分.....	19
图表 40. 2004-2008 年北京第二和第三产业增加值变化.....	19
图表 41. 北京奥运会的收入来源及解释.....	19
图表 42. 北京冬奥会产业机会.....	20
图表 43. 现代足球产业链.....	20
图表 44. 足球产业链四大核心商业主体.....	21
图表 45. 2025 年中国足球产业总产值目标推测.....	21
图表 46. 俄罗斯世界杯的营销方案一览.....	22
图表 47. 2018 年俄罗斯世界杯赞助商列表 (部分)	22
图表 48. 部分中资企业收购海外足球俱乐部情况.....	23
图表 49. 欧洲足球俱乐部在中国办公室分布	23
图表 50. 拜仁深圳足校首期青训营.....	23
图表 51. 云游戏运作原理	24
图表 52. 云游戏产业链.....	24
图表 53. 标志性云游戏平台的推出时间	25
图表 54. 部分重点体育领域的细分政策.....	25
图表 55. 中国各类游戏 ARPU 值.....	26
图表 56. 全球游戏市场收入占比.....	26
图表 57. 2015-2018 年有线电视、IPTV、OTT 用户数.....	27
图表 58. 《超高清视频产业发展行动计划 (2019-2022 年)》节选.....	28
图表 59. 广东省超高清发展历程.....	29
图表 60. 广东省超高清视频产业发展行动计划 (2019-2022 年)	29
图表 61. 新媒股份与三大电信运营商 IPTV 合作情况	30
图表 62. 2016-2018 年新媒股份互联网电视产品运营收入.....	30
图表 63. 2018 年上半年点播媒体排名前十内容服务品牌	30
图表 64. 芒果超媒业务布局.....	31
图表 65. 24 岁及以下年龄段用户占比.....	32
图表 66. 综艺节目用户渗透率.....	32
图表 67. 芒果 TV 付费会员人数情况.....	32
图表 68. 芒果 TV 月活跃用户数 (百万人)	32



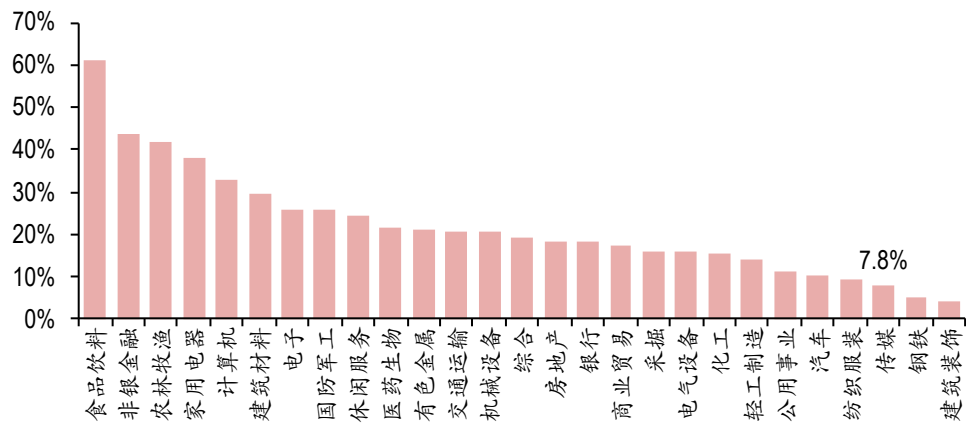
图表 69. 芒果 TV 自制剧《我爱你，中国》宣传海报.....	33
附录图表 70. 报告中提及上市公司估值表.....	36



复盘 2019 上半年：估值依然在 12 年以来底部，政策依然是重要变量

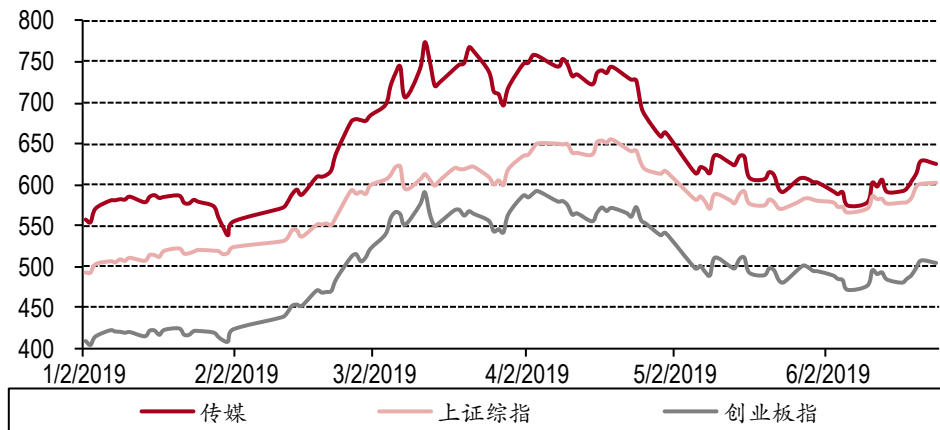
截至 2019 年 6 月底，申万一级传媒指数上涨 7.8%，板块表现弱于上证综指（上涨 19.45%），弱于创业板指数（上涨 20.87%）。年初至今，受到市场对于政策及宏观经济向好预期的影响，全体板块均出现不同幅度上涨，但由于行业监管政策的趋严以及板块上市公司盈利能力的下滑，传媒板块涨幅整体位于全行业后半段。

图表 1.2019 年上半年各行业板块收益表现



资料来源：万得，中银国际证券（截至 6 月 28 日收盘）

图表 2. 各主要指数 2019 年上半年表现情况

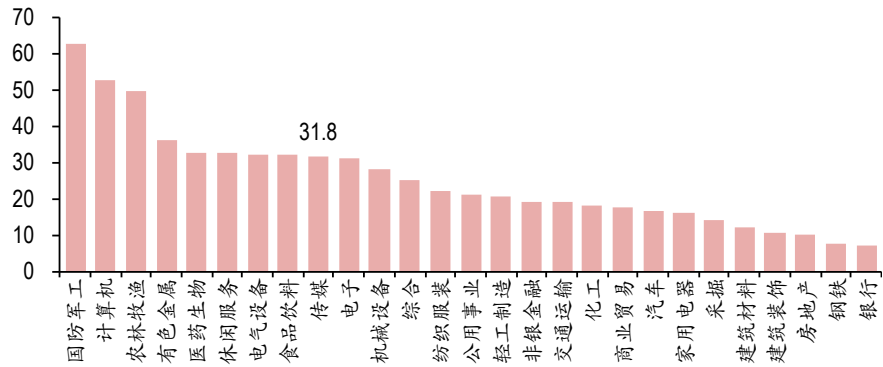


资料来源：万得，中银国际证券（截至 6 月 28 日收盘）

估值方面，传媒板块动态市盈率（TTM）位于行业前列，虽然板块连续三年出现大幅回撤，但是业绩增速的同比下滑使得传媒板块的市盈率仍然处于较高的水平。



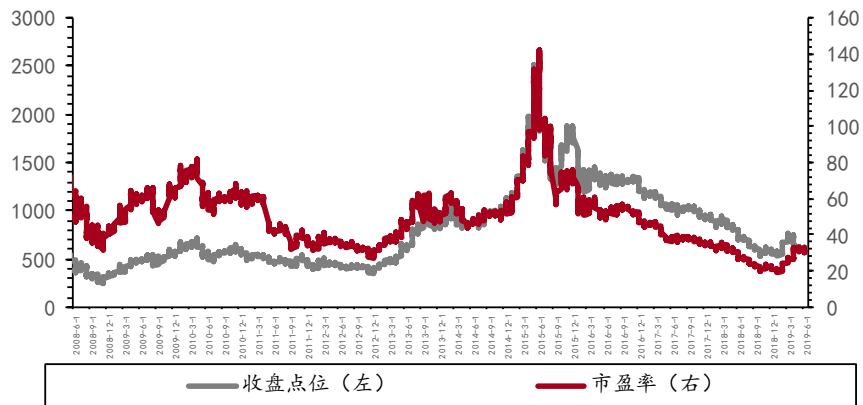
图表 3. 各行业板块最新动态市盈率情况



资料来源：万得，中银国际证券（截至6月28日收盘）

2008年以前，传媒板块上市公司很少，基本只有传统的报媒和有线电视网络，从2008年上一轮熊市的低点至今，板块经历的主要的牛熊行情，分别是2008年底至2012年底、2012年底至2014年中、2014年中至2016年中，以及2016年中至今。目前，传媒行业的估值仍处于2012年以来的最底部区域。

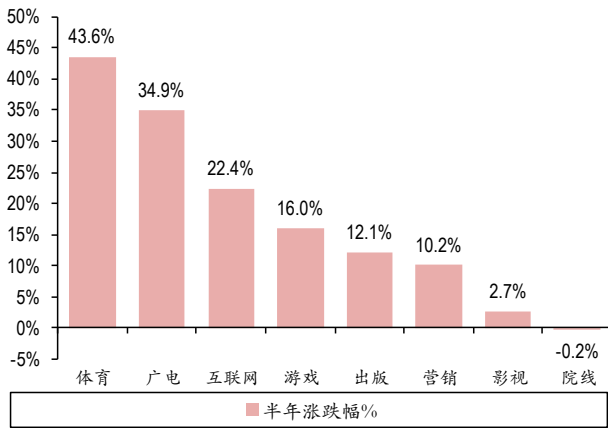
图表 4. 2008.6-2019.6 申万一级传媒行业指数走势及市盈率



资料来源：万得，中银国际证券（截至6月28日）

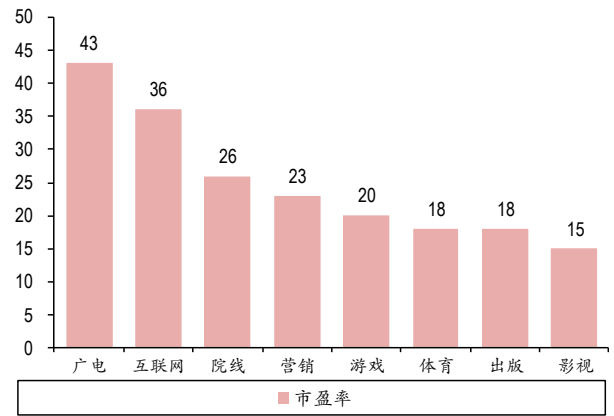
从传媒行业的各个子板块来看，年初至今，涨跌幅从高到低依次为体育、广电、互联网、游戏、出版、营销、影视和院线。各个子板块动态市盈率从高到底依次是广电、互联网、院线、营销、游戏、体育、出版、影视。

图表 5. 年初至今各个板块涨跌幅对比



资料来源：万得，中银国际证券

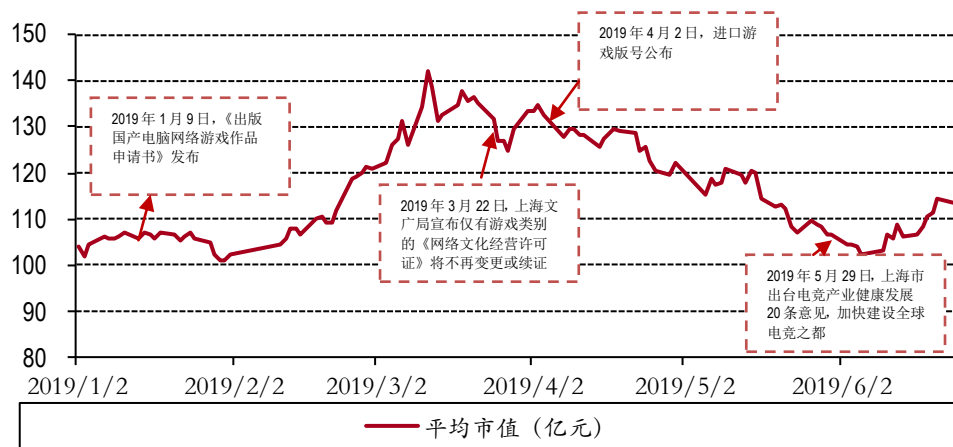
图表 6. 年初至今各个板块动态市盈率对比



资料来源：万得，中银国际证券

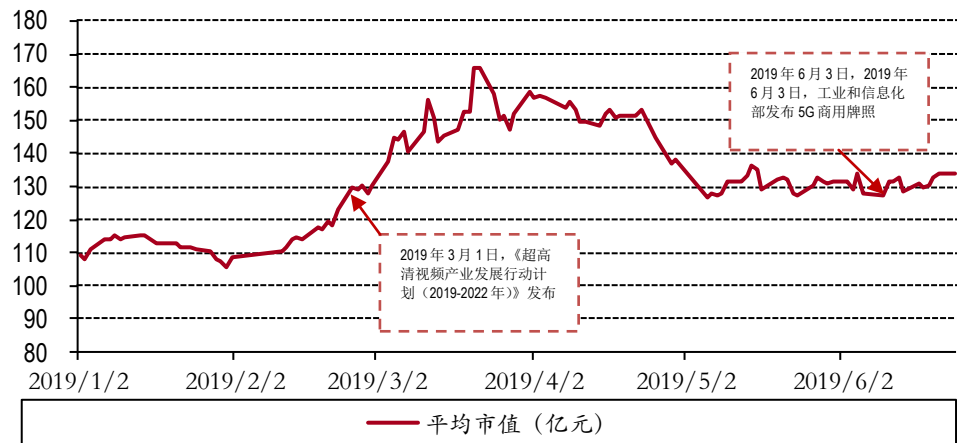
政策依然是影响行情和估值的重要变量。从上半年传媒行业各子板块走势来看，依然体现出明显的政策市特征。上半年影视、游戏、出版、广电板块均出台了相关的政策规划或监管新规，对板块行情的影响可以总结为：**1、超预期的政策推动往往带来市场对板块整体业绩预期和估值的双升，带来上涨行情，例如 18 年底至 19 年初的游戏版号审批重启带来此后一轮游戏板块行情，19 年 3 月初《超高清视频产业行动发展规划（2019-2022 年）》发布带来此后一轮广电板块行情，19 年 5 月底上海发布推动电竞产业发展 20 条意见带来的电竞产业链行情；2、政策利好的预期兑现，往往带来板块回调行情，如 4 月初随着进口游戏版号开始审批，关于游戏版号的政策预期均落地，游戏板块此后明显回调；3、超预期的政策监管带来市场对板块整体业绩预期下调，估值进一步受到压制，带来下跌行情，如 3 月底的新一轮“限古令”带来影视板块进一步下行，4 月开始的网文“剑网 2019”专项行动，对出版板块形成估值压力。**

图表 7. 主要政策发布前后游戏板块的平均市值走势



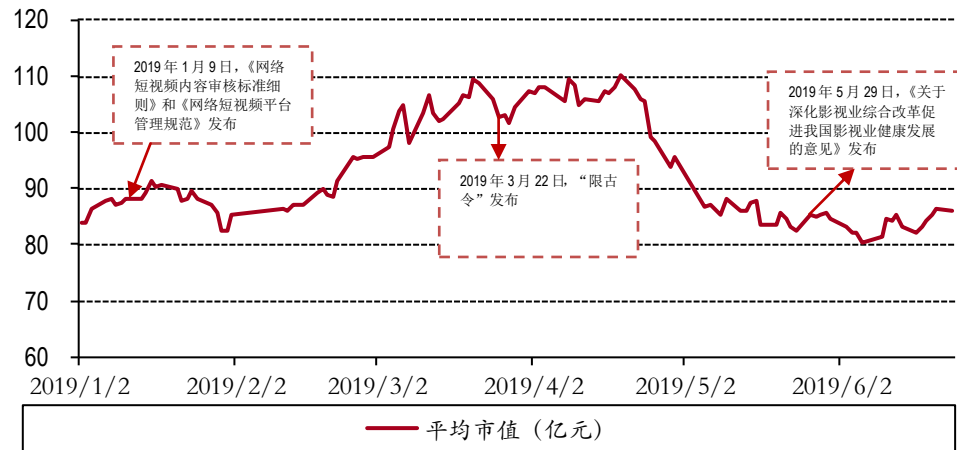
资料来源：万得，中银国际证券

图表 8. 主要政策发布前后广电板块的平均市值走势



资料来源：万得，中银国际证券

图表 9. 主要政策发布前后影视板块的平均市值走势



资料来源：万得，中银国际证券

图表 10. 主要政策发布前后出版板块的平均市值走势



资料来源：万得，中银国际证券（截至6月24日）

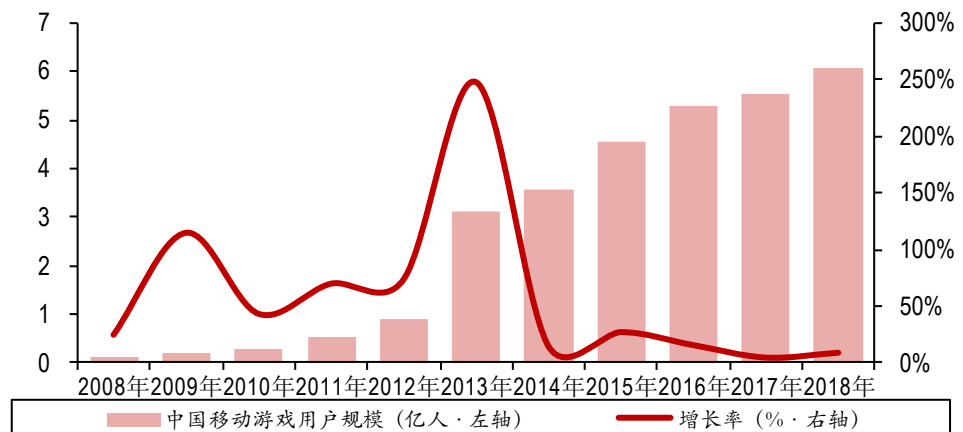
咬定青山不放松：继续看好政策支持力度大，业绩确定性较强的游戏、体育板块

1、游戏：供需两端决定游戏行业依然有成长空间，头部化将加剧，精品研发运营商将胜出
需求端

(1) 国内下沉市场的用户红利仍在，整体游戏用户时长仍在增长

整体人口红利期结束，中国移动游戏用户增速放缓。过去 10 年中国移动游戏用户数不断上升，从 2008 年的 0.1 亿人上升到 2018 年的 6.05 亿人，年复合增长率为 104%。但受制于移动互联网人口红利的逐渐消失，移动游戏用户规模增速于 2014 年开始放缓，增速保持在 5%-15% 之间。

图表 11. 2008-2018 年中国移动游戏用户规模



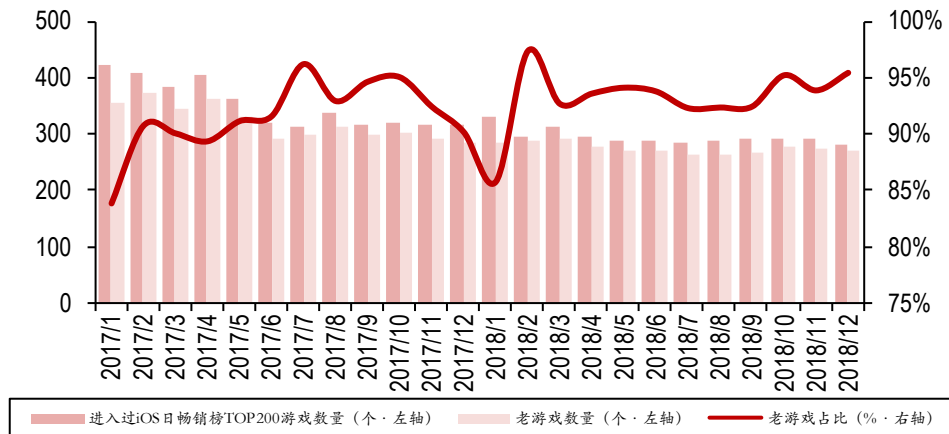
资料来源：伽马数据 (CNG)，中银国际证券

下沉市场用户占比大，用户时长增长快。根据 MobTech 发布的报告，2018 年 6 月至 2019 年 5 月三线及以下城市为代表的下沉市场维持着 5 亿左右的游戏用户，用户数量占整体游戏市场的六成，下沉市场对游戏行业举足轻重。而下沉市场的用户由于其闲暇时间充足，在移动互联网上能投入更长的时间，据 Quest Mobile 统计，在 2018 年 3 月至 2019 年 3 月，下沉市场用户的移动互联网使用时长增加了 12.7%；2017-2018 年，全国移动互联网人均单日使用时长增长了 22.6%，三线、四线、五线及以下城市分别增长了 24.3%、27.0%和 29.6%，均超过了全国平均增速。

(2) 用户对于游戏品质要求日益提高，游戏精品化趋势不可逆

进入过 iOS 日畅销榜 TOP200 的当月游戏数量在近两年有明显的下降趋势，从 2017 年 1 月的 422 款下降到 2018 年 12 月的 282 款，老游戏的占比显著提高，从 2017 年初的 80%-90%，上升到 2018 年末的 93%-95%，这体现了游戏用户对于游戏的品质要求越来越高，由于精品游戏能实现更高的留存率，因而成为了老游戏在畅销榜中留了下来。

图表 12. 进入过 iOS 日畅销榜 TOP200 的老游戏数量及占比



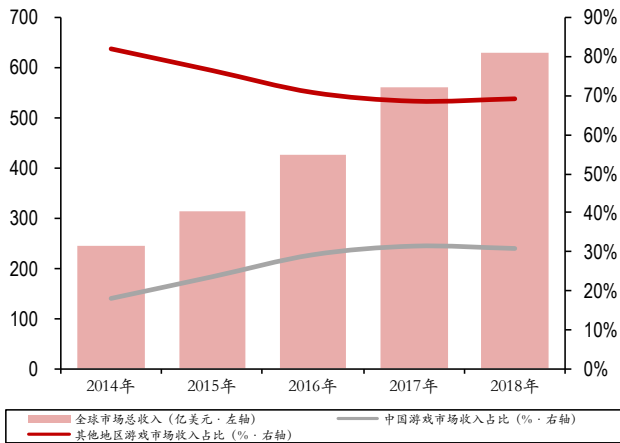
资料来源: 伽马数据, 中银国际证券

(3) 海外市场空间仍然大, 游戏出海增速不减

海外移动游戏市场规模仍 2-3 倍于中国市场。根据伽马游戏的数据, 全球游戏市场收入从 2014 年的 245.9 亿美元上升到 2018 年的 632.0 亿美元, 复合增长率达到 26.62%。其中, 中国游戏市场占比从 2014 年至 2016 年快速提升, 2016 年之后稳定在 30% 左右, 中国市场之外的其他地区游戏市场占比在 70% 左右, 仍 2-3 倍于中国市场。

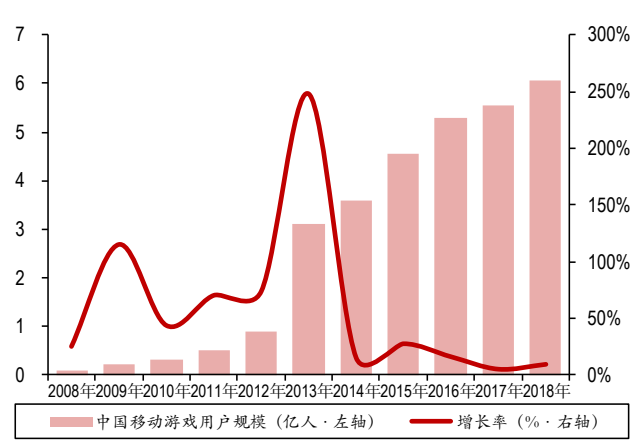
中国自主研发移动游戏海外收入不断增长, 占比不断提升。中国自主研发游戏海外收入从 2012 年开始高速增长, 2015 年后增速不断下降, 但中国移动游戏研发商的海外收入占比仍由 2015 年的 11.0% 提升到 2018 年的 15.8%。

图表 13. 2014-2018 年全球游戏市场收入情况



资料来源: 伽马数据, 中银国际证券

图表 14. 中国自主研发游戏海外收入增长情况



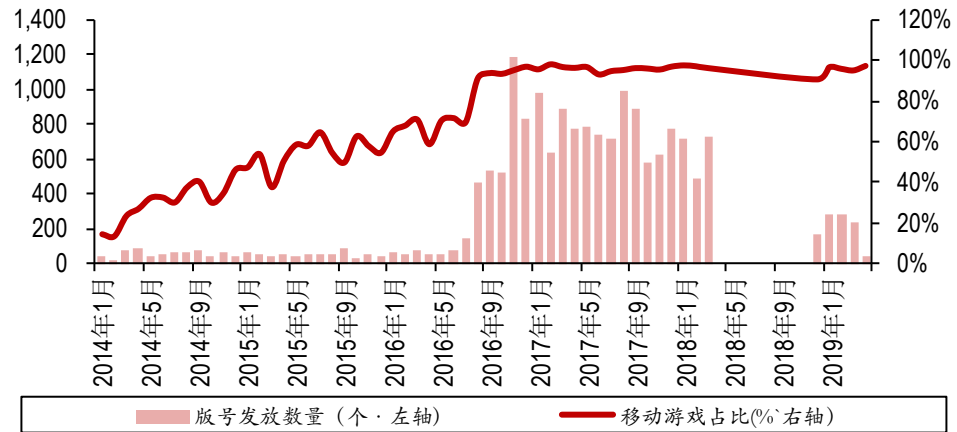
资料来源: 伽马数据, 中银国际证券

供给端

(1) 2018 年游戏版号审批暂停又重启后, 版号数量大幅减少

版号发放的数量从 2014 年开始不断上升, 在 2017 年达到峰值, 2018 年 4 月版号审批暂停, 直到 12 月才重启审批, 重启后版号发放数量明显减少。而由于移动游戏已成为网络游戏的主流, 2016 年 9 月之后移动游戏的版号占比基本维持在 90% 以上。

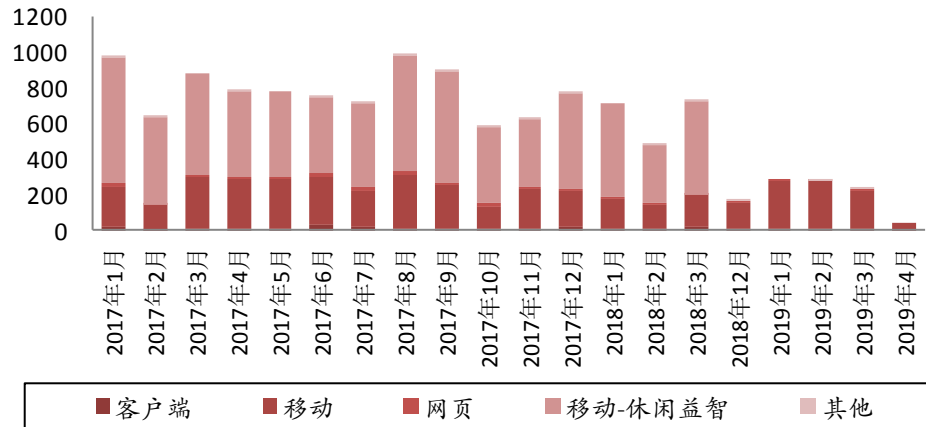
图表 15. 2014 年以来每月版号发放情况



资料来源：国家新闻出版广电总局，中银国际证券

版号供给减少背景下，游戏行业集中度有望进一步提升。从下图来看，自 2018 年 12 月版号重启以来，版号供给总量明显减少，且移动-休闲益智类游戏数量得到了极大的缩减，而移动-休闲益智类游戏中棋牌类游戏占了绝大部分。这体现了监管“总量控制、鼓励精品”的供给侧改革思路，游戏行业集中度有望提升。

图表 16. 2014 年以来每月版号发放类别



资料来源：国家新闻出版广电总局，中银国际证券

(2) 广电总局出台游戏新规，版号审批更严格或将成为常态

2019 年 4 月 22 日，广电总局正式出台游戏审批新规，开始受理新游戏版号申请。对比之前游戏审批的要求，从新规的内容来看，监管当局减少了批文的数量，对于游戏申请的种类做出了一定限制，对于游戏内容做出了更加严格的规定，更加鼓励推出精品游戏。

图表 17. 2019 年 4 月 22 日广电总局游戏新规及解读

版号发放数量	控制发放数量，从第 11 批开始每周批文预估 50 个
游戏类别限制	不受理棋牌、官斗、宫斗和屠杀类游戏，换装类游戏申请或将暂缓
游戏内容限制	1、打斗系统任何颜色的液体都不能出现，尸体需尽快消失；2、未成年人账号中结婚系统不可开放；3、道具抽取系统不能以抽取概率百分比表示，必须精确到抽几次能中；4、三从修改意见之后仍有问题的产品回退处理，不得再次申报
其他规定	加强微信小程序游戏监管等

资料来源：新闻出版广电总局，微博“游戏版号楠柏湾”，中银国际证券

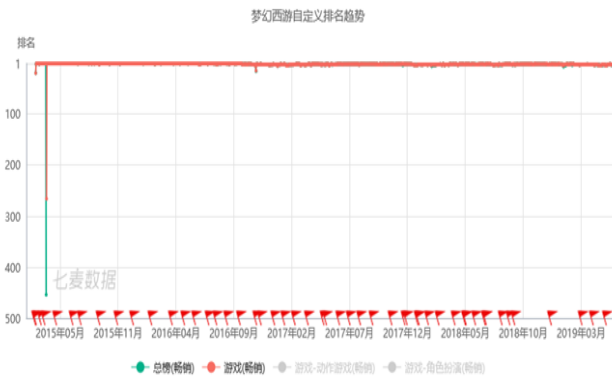
市场格局：头部化将加剧，精品研发运营商及出海领先的公司将胜出

1、部分公司依靠精品研发，打造长周期产品，老游戏贡献稳定收入，逐步成长为头部公司

用户对于精品移动游戏的需求越来越大，要求游戏具备精美的画面、合理的游戏设定以及富有可玩性、创新性的游戏内容等。精品游戏的用户粘性也较高，部分游戏研发商通过推出打造长线精品游戏，能维持大批老玩家，实现收入的稳定增长，逐步成长为头部游戏公司，维持或扩大市场份额。典型代表如网易、完美世界、吉比特等。

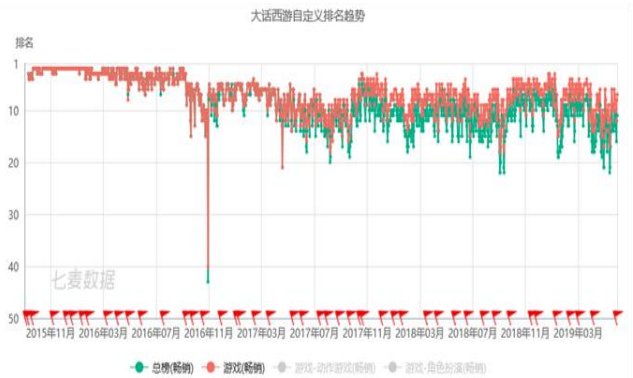
网易——优质研发持续打造爆款，头部游戏生命周期长。 网易作为国内的游戏巨头，依托端游的研发积淀，端游大 IP 改编的移动游戏以及自主研发的移动游戏不断推出爆款，代表性移动游戏产品有《梦幻西游》、《大话西游》以及《阴阳师》等，上线时间已长达 3-5 年，且长期位于 iOS 游戏畅销榜前列。而这三款产品在 TapTap 上均拥有超过 7 的高评分，证明了依靠良好的品质维持高流水的可行性。

图表 18. 《梦幻西游》上线以来在 iOS 畅销榜排名



资料来源：七麦数据，中银国际证券

图表 19. 《大话西游》上线以来在 iOS 畅销榜排名



资料来源：七麦数据，中银国际证券

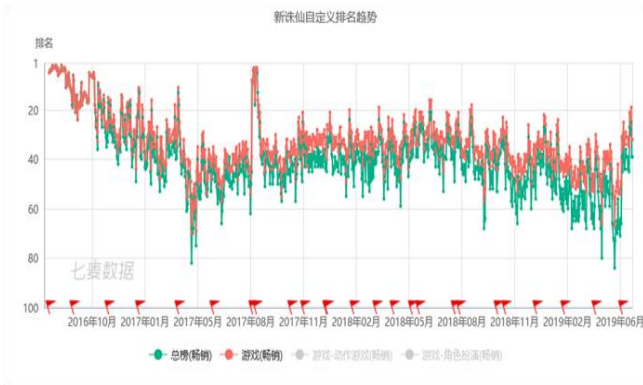
图表 20. 《阴阳师》上线以来在 iOS 畅销榜排名



资料来源：七麦数据，中银国际证券

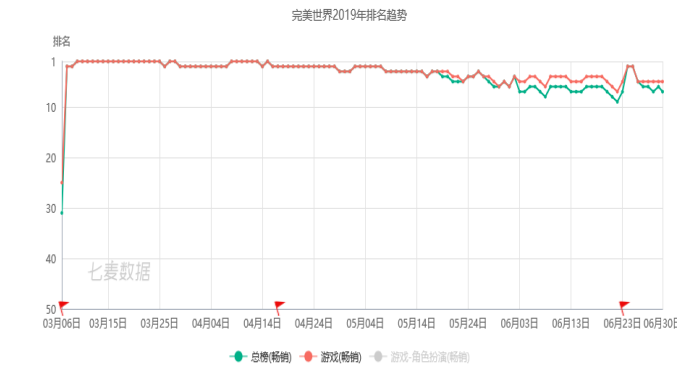
完美世界——依托顶级 IP 端改手及与腾讯合作，打造头部游戏。 由完美世界经典页游产品《诛仙》研发而来的诛仙手游《新诛仙》于 2016 年 9 月上线，据伽马游戏数据报告显示，该游戏上线两年后月均流水仍能过亿，是完美世界精品游戏长线运营的代表。同时，《新诛仙》在 iOS 畅销榜上从未跌破过 TOP80，稳定性较高。另一款端游 IP 改编手游的大作《完美世界》手游由腾讯独代，2019 年 3 月上线以来持续霸榜 iOS 游戏畅销榜前 5。

图表 21. 《新诛仙》上线以来在 iOS 畅销榜排名



资料来源：七麦数据，中银国际证券

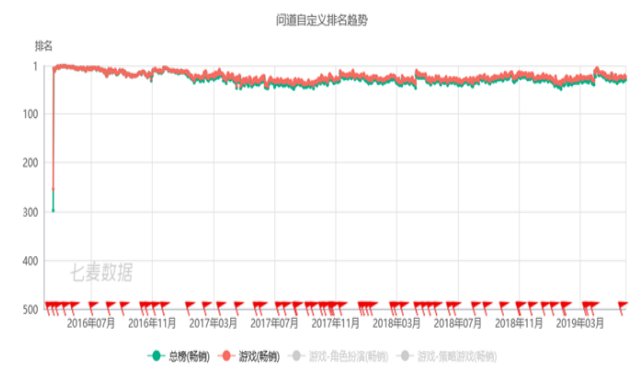
图表 22. 《完美世界》手游上线以来在 iOS 畅销榜排名



资料来源：七麦数据，中银国际证券

吉比特——拳头游戏产品表现稳定。《问道》作为公司的自研游戏大作，自 2016 年一季度上线以来均位于 iOS 游戏畅销榜 TOP50 内，注册用户数量持续增长，该游戏为公司贡献了主要收入，2018 年四季度流水和用户时长的逆势增长进一步增厚公司的业绩。另一款代表作《不思议迷宫》同样拥有持续稳定的优异表现，成为长周期运营的精品游戏代表。

图表 23. 《问道》手游上线以来在 iOS 畅销榜排名



资料来源：七麦数据，中银国际证券

图表 24. 《不思议迷宫》手游上线以来在 iOS 畅销榜排名



资料来源：七麦数据，中银国际证券

2、部分游戏公司将新游买量模式发挥到极致，依靠精细化流量运营胜出。基于突出的研发能力，并通过不断推出自研新游戏买量推广，依靠精准的用户画像进行推广和精细化运营，往往成为从页游转型而来的手游公司的优势。而通过将买量模式和精细化流量运营发挥到极致，也可以成为头部游戏公司。**典型代表如三七互娱，从 2016 年至今，公司相继推出了若干优质移动游戏产品，每一年均有代表产品贡献主要流水和利润，推动业绩持续增长。**

《永恒纪元》2017 年度表现优异，贡献主要业绩。2016 年 10 月公司自研手游《永恒纪元》上线，该游戏在 2017 年上半年均位于 iOS 游戏畅销榜 TOP20，排名随后逐渐下跌。《永恒纪元》月流水在 2017 年上半年达到峰值，2017 年全球流水超过 34.1 亿元，2018 年全球流水接近 10 亿元。

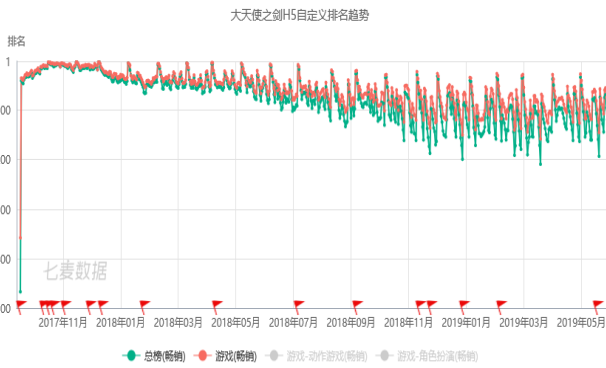
图表 25. 三七互娱《永恒纪元》流水表现

2016 年	2017 年	2018 年
国内最高月流水超过 2.8 亿元，海外最高月流水近 7,000 万元，全球单月流水超过 3.15 亿元。	全球累计总流水超过 34.1 亿，全球单月最高流水超过 3.5 亿元，在海外单月最高流水达 7000 万元；单日流水最高记录突破 7,000 万	全球流水接近 10 亿元，单月最高海外流水 7000 万元

资料来源：万得，伽马数据，中银国际证券

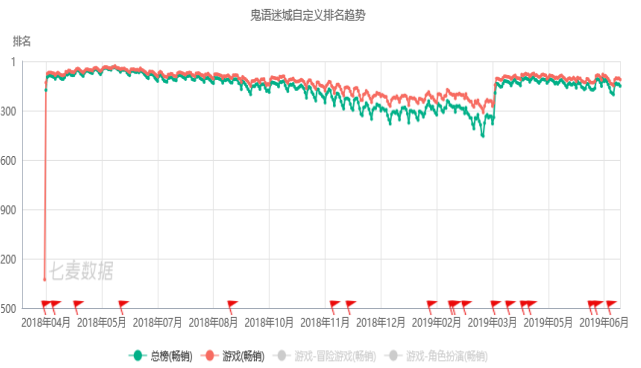
《大天使之剑 H5》、《鬼语迷城》在 2018 年吸引了大批流量。《大天使之剑 H5》在 2017 年 10 月上线后在 iOS 畅销榜排名持续靠前至 2018 年上半年，此后 2018 年 4 月上线的《鬼语迷城》接力成为 iOS 畅销榜排名靠前的游戏。

图表 26. 《大天使之剑 H5》上线以来在 iOS 畅销榜排名



资料来源：七麦数据，中银国际证券

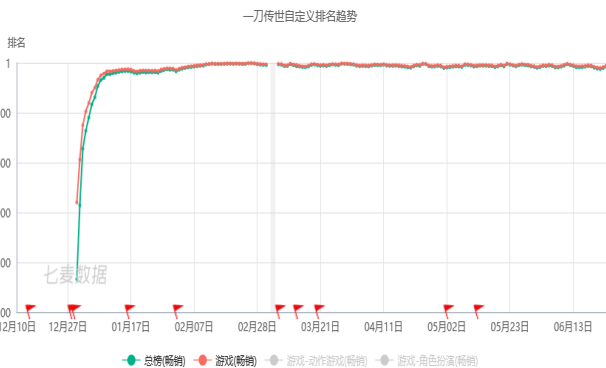
图表 27. 《鬼语迷城》上线以来在 iOS 畅销榜排名



资料来源：七麦数据，中银国际证券

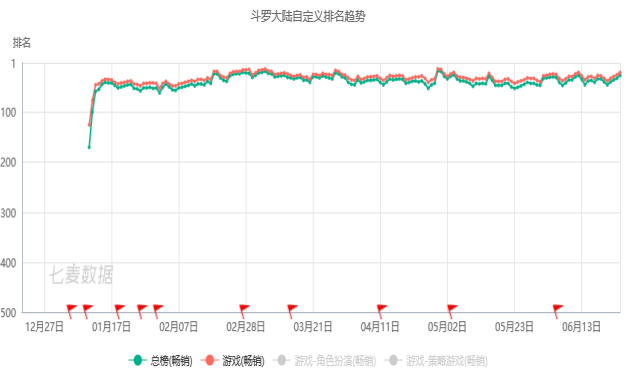
《一刀传世》和《斗罗大陆》为公司 2019 年游戏收入贡献主要增量。公司在 2018 年末发布的两款新游在 2019 年表现亮眼，《一刀传世》在 2019 年上半年持续占据 iOS 畅销榜前列，《斗罗大陆》同样位于畅销榜 TOP50 内，吸引了大批新流量。

图表 28. 《一刀传世》上线以来在 iOS 畅销榜排名



资料来源：七麦数据，中银国际证券

图表 29. 《斗罗大陆》上线以来在 iOS 畅销榜排名

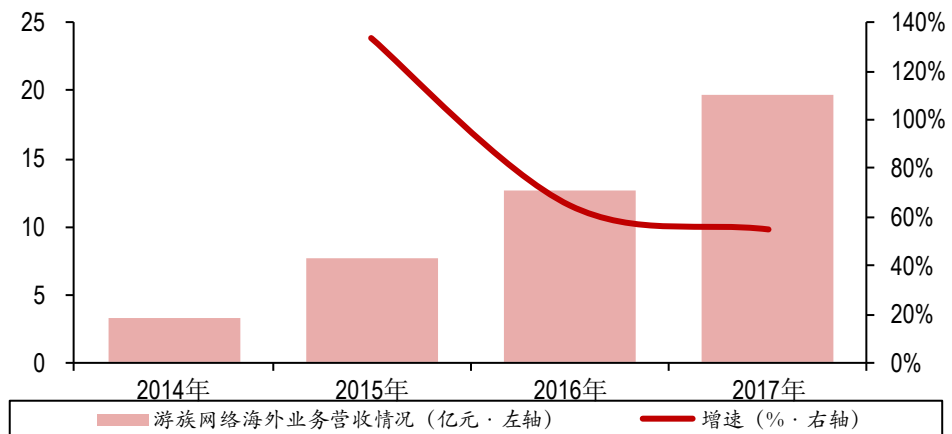


资料来源：七麦数据，中银国际证券

3、加快出海，成为部分游戏公司突围之路。典型代表如游族网络，于 2016 年 9 月上线的《狂暴之翼》，通过 App Store、Google play 覆盖全球 150 多个国家和地区，上线首月全球流水超 2 亿元，此后共登顶 34 国 iOS 畅销榜，2018 年海外流水超 3 亿美元。游族网络的拳头产品《少年三国志》于 2015 和 2016 年在日本、韩国、东南亚及美国上线，覆盖中国移动游戏海外市场的重要地区，2018 年该产品海外流水接近 2 亿美元。

游族网络通过设立子公司、与海外企业合作等方式提升全球市场的精准发行能力，同时拓宽发行品类，拥有 SLG、ARPG、卡牌等不同品类移动游戏全球发行经验。2014-2017 年间，公司海外收入复合增长率达到 81.41%，2018 年海外收入占比超过 50%。

图表 30. 游族网络海外业务营收情况



资料来源：万得，中银国际证券

相比国内，海外市场的竞争格局较为分散。不同于国内腾讯、网易占据近六成的市场份额，海外游戏市场并未形成一家独大的竞争格局，网易与腾讯两家头部公司在 2018 年移动游戏海外流水 TOP10 中，均只有一款产品上榜。

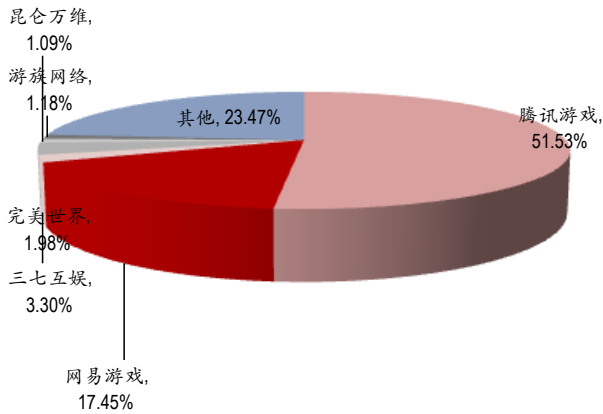
图表 31. 2018 年移动游戏海外流水 TOP10

排名	游戏名称	研发商	游戏类型
1	荒野行动	网易游戏	射击类
2	王国纪元	IGG	策略类
3	火枪纪元	趣加科技	策略类
4	阿瓦隆之王	趣加科技	策略类
5	列王的纷争	智明星通	策略类
6	PUBG MOBILE	腾讯游戏	射击类
7	碧蓝航线	蛮啾网络&勇仕网络	射击类
8	奇迹：觉醒	掌趣科技	MMORPG
9	仙境传说 RO：守护永恒的爱	心动网络	MMORPG
10	奇迹暖暖	叠纸网络	模拟经营类/养成类

资料来源：伽马数据，中银国际证券

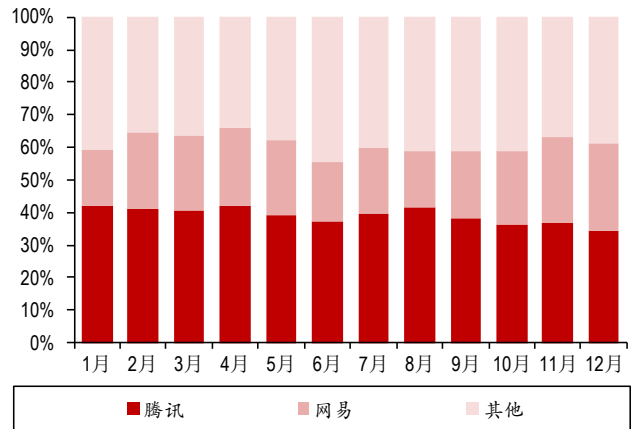
4、精品化是大势所趋，“两超多强”格局有望长期存在。2016 至 2017 年，腾讯的移动游戏市场份额占比 37% 上升到 43%，网易的移动游戏市场份额从 17% 上升至 18%。这两家游戏大厂占据了移动游戏市场超过半壁江山，其他二线游戏厂商合计占据约 20% 左右的份额。2018 年和 2019 年一季度“两超多强”的行业格局延续，腾讯、网易合计占据自研游戏国内市场 60% 左右的份额。供需两端推动下，游戏行业整体市场规模仍有增长空间，国内游戏行业精品化、朝头部集中的趋势不可逆转，二线游戏龙头或依托研发打造长周期产品，或依托精准买量持续迭代，有望从除腾讯网易之外的市场中获得更大的份额，挤压三线及以下厂商的生存空间；而海外市场进一步打开游戏行业的天花板，且竞争相对开放，出海领先的企业有望获得快于行业的增速。从行业发展空间和格局演变来看，腾讯、网易及二线游戏龙头如完美世界、三七互娱、游族网络、吉比特等未来业绩增长确定性相对较强。

图表 32. 2019 年一季度国内移动游戏上市公司市场份额



资料来源：艾瑞咨询，中银国际证券

图表 33. 2018 年腾讯、网易自研游戏国内市场份额



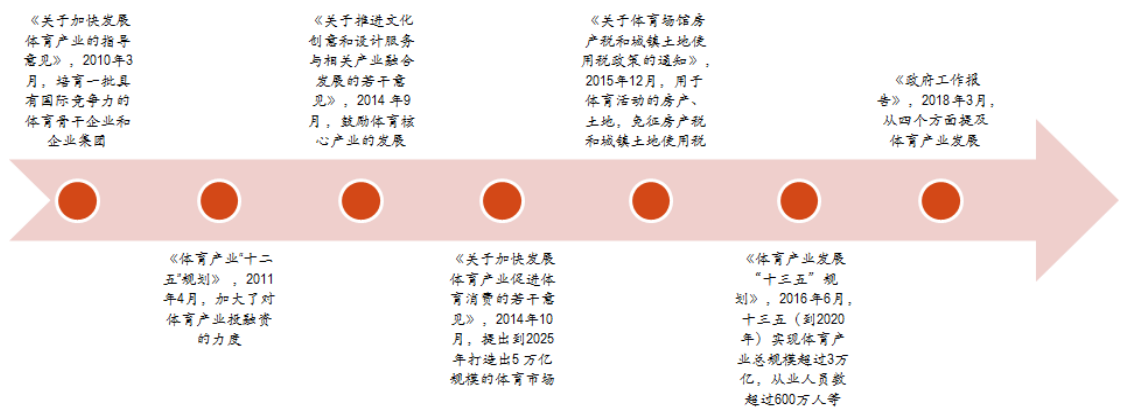
资料来源：伽马数据，中银国际证券

2、体育：政策推动下商业化加快，长期成长确定性强，静待空间打开

(1) 基于政策推动以及大赛来临，体育产业链进入业绩受益期

近年来体育产业政策推动不断。从 2011 年开始，体育产业中各领域的细分政策陆续出台。同时，政府针对税收、产业融合、投融资、体育消费等各个产业发展的细节问题做了明确的政策规划，并确立了体育产业未来的发展目标。2014 年 10 月，国务院下发了《关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见》（简称 46 号文），提出到 2025 年体育产业目标总规模超过 5 万亿元。最新数据显示，2017 年我国体育产业总值达到 2.2 万亿元，同比增长 15.8%，占 GDP 比重达到 2.7%。假设在 2025 年顺利完成“5 万亿”目标，预计 2018-2025 年的复合增长率将达到 10.8% 左右。2016 年发布的《体育产业发展“十三五”规划》中指出，到 2020 年实现体育产业总产值超过 3 万亿元。

图表 34. 2010 年至今中国体育产业政策



资料来源：国家体育总局官网，中银国际证券

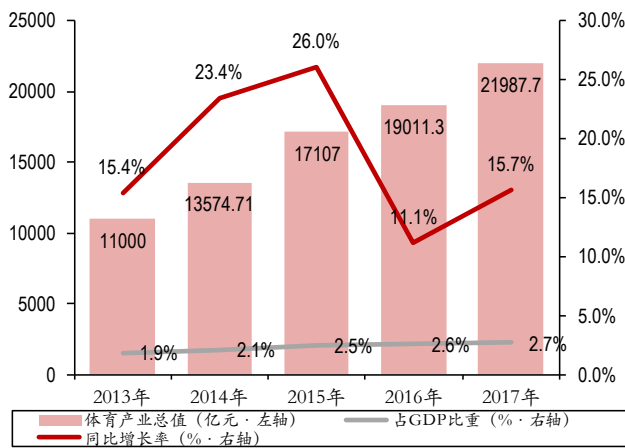
图表 35.部分重点体育领域的细分政策

相关体育领域 主要政策内容

体育旅游	《关于推进体育旅游融合发展的合作协议》，2016年5月，旅游、金融、体育互动融合，助力经济转型升级 《关于进一步扩大旅游文化健康养老教育培训等领域消费的意见》，2016年11月，2016年内完成体育类社团组织第一批脱钩试点 《关于大力发展体育旅游的指导意见》，2016年12月，到2020年全国建成100个具有重要影响力的体育旅游地等
体育竞赛	《竞技体育“十三五”规划》，2016年8月，研究制定对三大球项目的倾斜政策 《新兴产业新业态新商业模式统计分类（2018）》，2018年8月，“体育竞赛表演”“滑雪旅游休闲”等均列“三新” 《关于加快发展体育竞赛表演产业的指导意见》，2018年12月，到2025年体育竞赛表演产业总规模达到2万亿元等
全民健身	《全民健身计划（2016-2020年）》，2016年6月，到2020年体育消费总规模达到1.5万亿 《关于加快发展健身休闲产业的指导意见》，2016年10月，到2025年基本形成健身休闲产业发展格局，产业总规模达到3万亿元 《百万公里健身步道工程实施方案》，2018年3月，全面实施“百万公里健身步道工程”
足球产业	《中国足球职业联赛管办分离改革方案》，2012年2月，使行政决策权力得到了必要和有效的监督与制约 《中国足球改革具体方案》，2015年3月，明确提出了短中三大目标 《中国足球中长期发展规划（2016-2050年）》，2016年4月，提出了近期、中期和远期三大目标 《全国足球场地设施建设规划（2016-2020年）》，2016年5月，提出到2020年全国足球场地数量超过7万块等
冰雪运动	《冰雪运动发展规划（2016-2025年）》，2016年8月，到2020年我国冰雪产业总规模达到6000亿元等 《全国冰雪场地设施建设规划（2016-2025年）》，2016年9月，到2022年全国滑冰馆数量不少于650座等 《群众冬季运动推广普及计划（2016-2020年）》，2016年11月，到2020年实现“3亿人参与冰雪运动”的目标

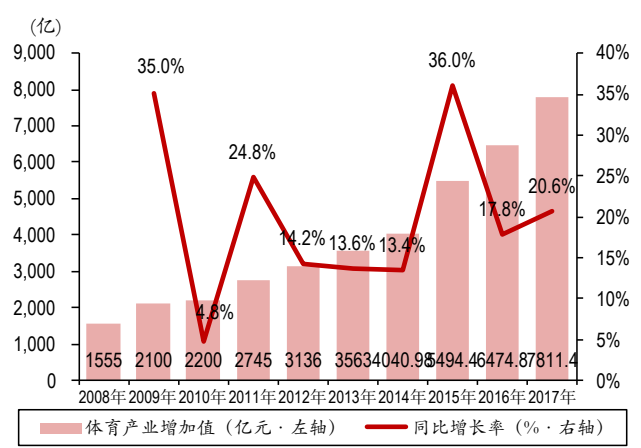
资料来源：国家体育总局官网，中银国际证券

图表 36. 2013-2017 年体育产业总规模



资料来源：国家体育总局官网，中银国际证券

图表 37. 2008-2017 年体育产业增加值



资料来源：国家体育总局官网，中银国际证券

2019年开始，我国进入了新一轮国际大赛举办周期。2022年的北京冬奥会、杭州亚运会以及2023年的亚洲杯是最重要的三项国际赛事。对以往国际大赛的分析我们可以看出，大赛的举办对举办国经济的拉动是长期而持续的过程，对相关行业内公司的业绩、品牌价值则在短期有明显的刺激作用。

图表 38. 2019 年开始在国内举办的重大国际体育赛事

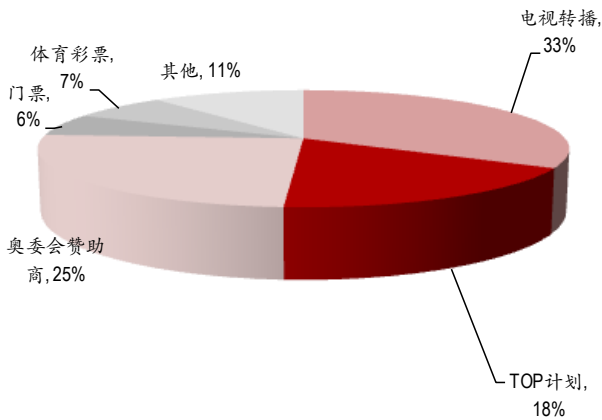


资料来源：百度百科，新浪体育，中银国际证券

以北京奥运会为例，根据国际奥委会数据，2008年北京奥运会总收入为195.4亿元，总支出194.1亿元，净利润1.3亿元。北京奥运会收入主要来源于电视转播、国际奥委会的合作伙伴计划（TOP）、北京奥运组委会赞助商等九个部分。其中占比较大的为电视转播收入，占33%；奥委会赞助商收入占比25%，TOP计划占比18%。

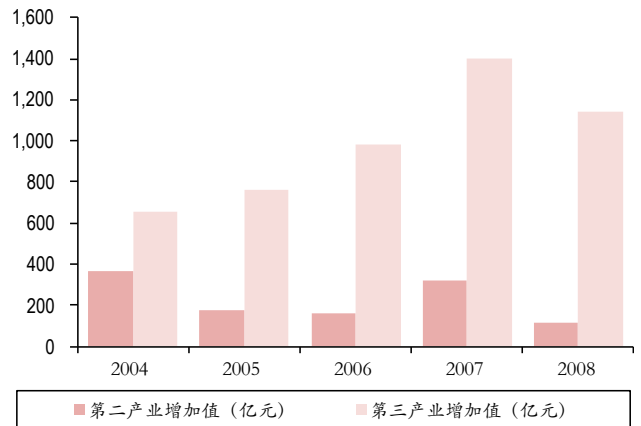
在北京奥运会的投入期间（2002-2007年），北京第三产业产值占比从61.3%增至71%，现代服务业和高新技术产业增加明显。2004-2008年，第一产业产值复合增长率为2.4%，第二产业10.8%，第三产业12.5%。北京奥运会体育用品的采购规模约2.5-3亿美元，拉动体育用品制造业，并在一定层面丰富了体育产业门类，拉动特许产品的制造、规划体育功能园区等创意产业的发展。

图表 39. 北京奥运会收入拆分



资料来源：中国奥委会官网，中银国际证券

图表 40. 2004-2008年北京第二和第三产业增加值变化



资料来源：国家统计局，中银国际证券

图表 41. 北京奥运会的收入来源及解释

TOP 计划	收入 2.86 亿美元；是以国际知名大企业的巨额赞助为主要形式，确保 TOP 赞助商在世界范围内享有在其产品种类上使用奥运会标志的独家广告权，作为维护独家权利的回报
北京奥运会赞助计划	<p>合作伙伴计划：收入约 3 亿美元；是奥运会组委会的赞助计划，确保企业在其产品类别上使用奥运会标志的广告权并拥有其奥运会合作伙伴的称号</p> <p>赞助商计划：收入约 10 亿人民币；指国家奥委会的国家或地方赞助计划，保证企业在全国或地方在其产品种类上享有使用组委会标记的广告权，并带有“官方”字样</p> <p>供应商计划：收入 5.97 亿美元，包含那些被指定为组委会、国际奥委会和国家奥委会提供支持的产品</p>
电视转播权	转播收入达到 8.51 亿美元。国际奥委会还会把奥运会电视转播权收入分配给奥林匹克团结基金和国际单项体育组织
门票收入	门票价格共有 240 种，收入 1.73 亿美元；公路自行车和马拉松比赛是免费观看
衍生品开发	收入约 7000 万美元，包括纪念邮票、纪念币和特许商品的销售等

资料来源：北京奥组委官方网站，中银国际证券

北京冬奥会将有望复制北京奥运会的产业经济红利。从 2019 年开始，北京冬奥会的各项筹备工作将全面展开，冬奥会带动的关联领域多达 52 个，覆盖建筑、交通、旅游等几乎所有社会生活、生产相关领域；在广告赞助方面，北京冬奥会拟定了 10 个合作伙伴、9 个赞助商、8 个独家供应商、9 个供应商等，目前已经签约的合作伙伴包括中国石油、伊利、青岛啤酒、中国联通等国内知名企业。

图表 42. 北京冬奥会产业机会

赞助广告	北京冬奥组委拟定 10 个合作伙伴、9 个赞助商、8 个独家供应商、9 个供应商。目前已经签约的合作伙伴包括中国石油、中国石化、伊利、青岛、燕京啤酒、金龙鱼、联通等各领域服务商和供应商。
奥运场馆建设运营	2022 年北京冬季奥运会需要 25 个竞赛场馆和非竞赛场馆，其中 10 个为现有、6 个为计划建设、4 个专门为冬奥会建设、5 个临时场馆。 国家速滑馆、北京冬奥村等 5 个主要新建场馆，以及 11 项配套基础设施项目（包括 3 项交通设施、3 项电力设施、4 项水利设施和 1 项综合管廊），共计 16 项冬奥工程已全面开工建设。
城市运营建设服务	城市运行通常包含安保、政府关系、语言服务、能源、法律、物流、医疗服务、交通、清废、食品和饮料等众多领域。 张家口为迎接冬奥会，从 2018 年开始开启客运枢纽、奥运村等基建项目；在崇礼建设一批公寓式酒店和民宿；启动 2021 年世锦赛筹办工作。
大众运动产业机会	北京 2022 冬奥会有望推动冰场和雪场建设、带动海外冰雪旅游、促进冰雪器材生产、催生冰雪培训的巨大市场。 2019 年 2 月，教育部发布通知：到 2020 年，计划遴选出 2000 所特色学校，到 2025 年计划遴选出 5000 所特色学校和 700 余所示范学校。
衍生服务	冬奥会筹办带动的关联领域多达 52 个，包括社会生活和生产的几乎所有领域，比如，建筑、交通、旅游、通信、食品、卫生等诸多领域。 2018 年 7 月，北京冬奥组委公告征集首批特许生产商，包括非贵金属制品，服装服饰及配饰，丝绸制品，贵金属制品，文具，陶瓷制品六大产品类别的特许生产商。

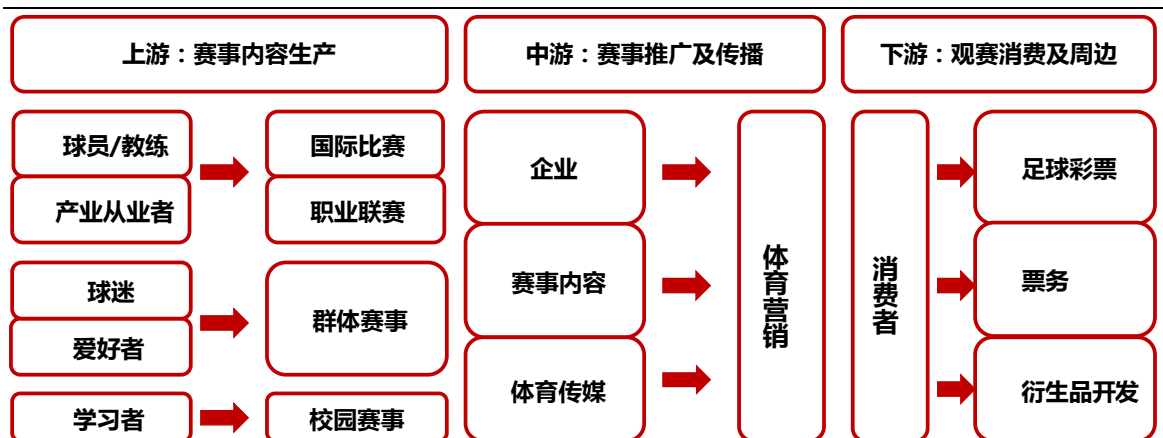
资料来源：北京冬奥组委官方网站，中银国际证券

2022 至 2023 年冬奥会、亚运会、足球亚洲杯相继在国内举办，赛事场馆建设和宣传推广目前已正式开启，赛事版权和转播内容预计将在 2020-2022 年左右敲定，因此我们认为 2019 年将开启新一轮的体育赛事商业变现周期，从 2019 年至 2023 年有望逐步达到高峰。基于过往国际赛事经验，东道主本土的建筑施工、场馆运营、体育设备制造企业有望获得大量订单，本土赞助商的参与程度也将更大。2022 至 2023 年的冬奥会、亚运会、足球亚洲杯有望通过场馆建设、广告赞助、版权销售、赛事内容传播、门票及周边销售以及大赛后的场馆运营等方式变现，对国内产业链相关公司业绩带来积极拉动。

(2) 政策和资本推动下，足球产业体系日渐成熟，商业变现有望加快

足球产业是体育产业核心组成部分，现代足球产业已经形成以赛事为中心的成熟产业链结构。上游主要是由足球从业者和业余爱好者，在赛事组织方的组织下进行比赛，从而生产赛事内容；产业中游主要是体育中介推广和传播赛事，通过赞助广告收入、版权收入、经纪收入等变现；产业下游消费者通过购票观赛、付费看直播、购买球衣等周边产品、购买足球彩票等方式实现 C 端付费变现。

图表 43. 现代足球产业链



资料来源：《中国足球产业发展报告》，中银国际证券

其中**赛事组织方、俱乐部、体育中介和播放平台**组成了核心商业主体。赛事组织方如国际足联、欧足联、亚足联等是赛事的版权所有者，负责赛事的运营工作；俱乐部、球队为赛事的参与主体；体育中介如 IMG、盈方、双刃剑、新英体育等负责版权经纪、球员经纪和赛事内容的衍生开发；播放平台如 ESPN、新爱体育等则负责赛事内容的传播工作。

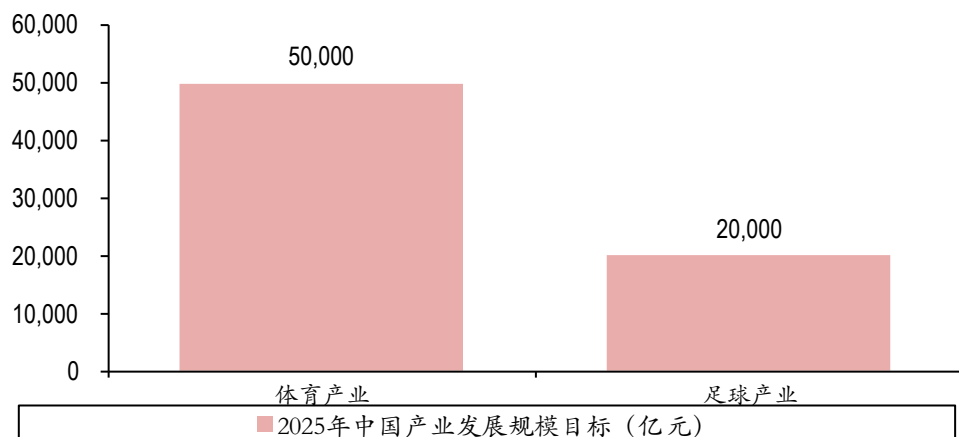
图表 44. 足球产业链四大核心商业主体



资料来源：《中国足球产业发展报告》，中银国际证券

中国足球产业体系日趋成熟，商业变现将加快。清华大学发布的《中国足球产业发展报告》显示，2016 年国内足球产业总规模为 1259 亿元人民币，按照国际体育产业中足球 40% 的占比，若 2025 年我国体育产业总产值超过 5 万亿，而足球产业总产值将超过 2 万亿元，推测 2016-2025 年足球产业总产值年复合增长率将达到 36%。赛事资源方面，国内中超、中甲、中乙等赛事合计超过 700 场以上，其他业余赛事超过两万场，青少年赛事两千场以上，版权分销呈现出链条层次化、权益细分化、平台多样化的特征。2023 年亚洲杯将在中国举行，每年夏季欧洲足球豪门在国内举行多场商业比赛。

图表 45. 2025 年中国足球产业总产值目标推测



资料来源：《中国足球产业发展报告》，中银国际证券



1、国内企业加快走出去，打开足球大赛营销市场空间

在赛事营销方面，中国赞助商也开始在国际上扮演重要角色。2018 年俄罗斯世界杯期间，中国品牌依靠世界杯的影响力大放异彩，在国际足联签约的 20 个赞助商中，有 7 个来自中国，包括万达、海信、vivo、蒙牛等，中国企业在世界杯赞助体系中占据前所未有的地位。

图表 46. 俄罗斯世界杯的营销方案一览

顶级赞助商 (6-8 席)	一个世界杯周期赞助费 1.5 亿美元；有权使用 FIFA 及其所有赛事活动商标等，在任何时间任何地点进行各个方面推广，参与国际足联足球发展项目； 万达 、阿迪达斯、可口可乐、俄罗斯天然气公司、现代起亚、VISA、卡塔尔航空
官方赞助商 (6-8 席)	赞助总规模 6800 万美元；使用权限于当届世界杯进行全球推广和联合会杯相关商标；包括 海信、vivo、蒙牛、百威、麦当劳
区域赞助商 (5 区 20 席)	赞助总规模 2000 万美元；分欧洲、中北美、南美非中/中东和亚洲五区，亚洲中国占 3 家，分别是 雅迪集团、指点艺境、帝牌国际
与 FIFA 直接合作	盛开体育 (大中华区票务合作伙伴)、双刃剑 (亚洲区域赞助商独家代理权益)、杭州孚德品牌管理公司 (吉祥物授权商) / 伟光集团 (官方商品制造商)
赞助别国球队/签约明星	华帝股份 (法国队和蒂埃里·亨利)、万和电器 (阿根廷队)、四川长虹和美菱电器 (比利时队) 等；TCL (内马尔-品牌形象代言人)、蒙牛 (梅西)、哈尔滨啤酒 (内马尔-全球品牌代言)、腾讯 (苏亚雷斯)
央视平台合作伙伴	FIFA 赞助商专项方案 A 套餐 : 2.39 亿元 (蒙牛、vivo)； 世界杯转播顶级合作伙伴 : 2.39 亿元 (长城汽车、通用汽车、优信二手车、小米、oppo、蒙牛)； 世界杯转播赞助商 : 1.65 亿元 (奔驰、一汽大众、东风汽车、东鹏特饮、马蜂窝、链家、安居客、58 同城、夏普、青岛啤酒、百威啤酒)； 央视世界杯新媒体及电信传输渠道指定官方合作伙伴 : 10 亿元 (咪咕)； 央视世界杯新媒体指定官方合作伙伴 : 金额未公布 (优酷)
网络媒体	腾讯体育、网易体育、新浪体育、搜狐体育、PPTV、懂球帝等通过提供自制内容、线上线下场景结合等方式借助世界杯吸引巨大流量，依托广告和用户付费变现
其他方式	国内各类企业通过多种渠道开展基于 2018 年俄罗斯世界杯的营销，赢得口碑，打开市场。如华帝“法国队夺冠套餐”、美菱指定产品 8 折营销等策略。

资料来源：知网，德勤俄罗斯世界杯报告，中银国际证券

图表 47. 2018 年俄罗斯世界杯赞助商列表 (部分)

顶级赞助商	官方赞助商	区域赞助商
万达 (中国)	海信 (中国)	雅迪集团 (中国)
阿迪达斯	vivo (中国)	指点艺境 (中国)
可口可乐	蒙牛 (中国)	帝牌国际 (中国)
俄罗斯天然气公司	百威	阿尔罗萨
现代起亚	麦当劳	俄罗斯铁路公司
VISA		阿尔法银行
卡塔尔航空		俄罗斯电信公司 Rostelecom

资料来源：世界足联财报，中银国际证券

当代明诚 2018 年获得 FIFA2018 俄罗斯世界杯亚洲区域赞助商 4 个席位，帮助雅迪集团、指点艺境、帝牌国际成为区域赞助商。同时，公司联合 Fortis Sports 获得亚足联 2021-2028 年全球独家商务权益，包括旗下所有赛事赞助权及版权等。公司当前已启动 2021 至 2024 周期国家队赛事赞助销售工作，通过对原有二级赛事赞助体系调整为四级赛事赞助体系，打造更加灵活的赞助体系，有望吸引更多国内品牌加大对亚足联旗下赛事的赞助力度，打开体育营销市场空间。

2、海外俱乐部加快中国市场商业开发，打开变现空间

海外足球市场成为中国资本掘金热土。2014 年至今，有超过 13 家欧洲五大联赛的足球队曾被中资企业收购股权，其中不乏豪门球队如曼城、国际米兰、马德里竞技 (曾经) 等。万达集团收购马德里竞技俱乐部 20% 股权耗资 4500 万欧元；华人文化收购曼城母公司 13% 股权耗资 4 亿美元；苏宁集团斥资 2.7 亿欧元收购国际米兰约 70% 股权。

图表 48. 部分中资企业收购海外足球俱乐部情况

中国企业	所收购的球队	收购股份比例	收购价格
华人文化	曼城	12%	4 亿美元
云毅国凯	西布朗维奇	100%	1.75 亿英镑
睿康集团	阿斯顿维拉	100%	6000 万英镑
双刃剑体育	格拉纳达	100%	3700 万欧元
万达集团	马德里竞技	20% (后转让)	4500 万欧元
星辉娱乐	皇家西班牙人	53.6%	1700 万欧元
苏宁集团	国际米兰	68%	2.7 亿欧元
IDG	里昂	20%	1 亿欧元

资料来源：搜狐体育，中银国际证券

中国也已经成为欧洲豪门俱乐部商业开发的主要市场。截至 2018 年底，已经有 18 家欧洲顶级联赛的足球俱乐部在中国设立了办事处，包括阿森纳、曼联、AC 米兰等豪门。一方面，在中国的落地能加强俱乐部与中国品牌的合作，拿到赞助费，并进一步接近中国球迷，扩大球迷圈；另一方面促进了俱乐部之间在青训以及文化传播方面的合作，欧洲足球俱乐部大多拥有完整的青训体系，2015 年《中国足球改革发展总体方案》出台之后，中国加大了对于青训的投入。基于双方的需求，各地政府很乐于与各欧洲俱乐部合作。

图表 49. 欧洲足球俱乐部在中国办公室分布



资料来源：体育大生意，中银国际证券

图表 50. 拜仁深圳足校首期青训营



资料来源：体育大生意，中银国际证券

中国资本投资海外俱乐部，为其开发中国市场打下基础，而随着国内体育受众付费意识的提升以及重要事件性因素的催化，海外俱乐部在中国的商业开发进一步加快。以星辉娱乐收购的西班牙人俱乐部为例，随着中国球员武磊加盟且有突出表现，俱乐部在中国的关注度、粉丝数量大幅提升；加上俱乐部时隔 12 年打进欧联杯资格赛，进军欧洲市场，俱乐部品牌价值和球员身价亦大幅提高。两方面因素助力西班牙人俱乐部在中国市场的商业开发空间打开，未来来自中国的广告赞助、球票、球衣等衍生品收入有望大幅增长。

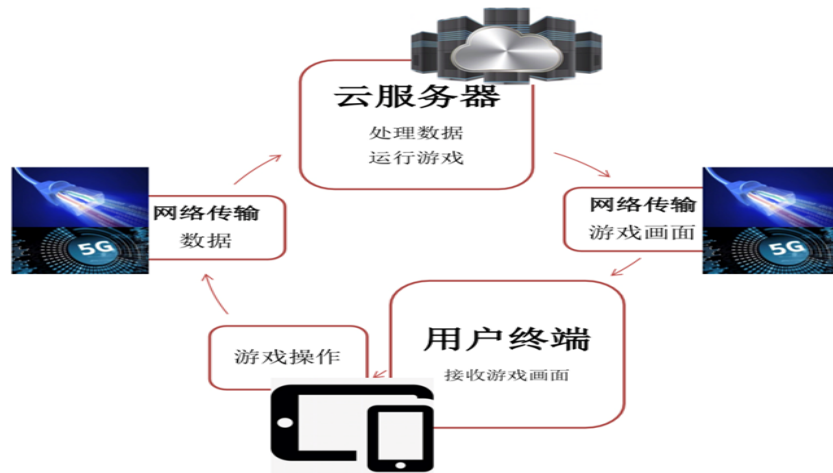
三、拨开云雾见天明：5G 为云游戏及 OTT 大屏生态赋能

1、云游戏：5G+云计算赋能游戏行业“老树开新花”

(1) 5G 商用将大大推进云游戏产业进程

云游戏是一种以云计算为基础的网络游戏类型，在技术层面上标志着游戏数据处理与运算和画面显示的分离。从此玩家不再需要依赖自身设备运行游戏，而是云端服务器处理后，通过互联网在本地设备的设备屏幕上接收游戏画面即可。

图表 51.云游戏运作原理



资料来源：百度百科，中银国际证券

在云游戏产业链中，游戏研发制作商依然占据上游。而相比传统游戏行业，云游戏的产业链中新增了地位更重要的位于产业链中游的云服务商。

图表 52.云游戏产业链

产业链环节	作用	代表
游戏研发制作	为游戏市场继续制作和提供 3A 类大型和优秀作品。云游戏爆发后，游戏硬件收入将减少。游戏开发者的营收将更加注重游戏串联服务和游戏内付费等来源。	暴雪游戏、腾讯游戏、网易游戏等
云游戏平台	为下游的玩家提供市面上游戏产品，利用市场服务和独占类游戏等继续吸引着游戏玩家的流入。云游戏爆发后，越来越多的玩家会选择加入云游戏平台，云游戏平台顺势推出的游戏串联和订阅软 XBOX 等服务将逐步成为主要收入来源之一。	腾讯即玩、STADIA、索尼 PS、微软
云服务	保障游戏在云端服务器的计算，运行和游戏画面渲染能力。云服务设备处理云游戏真正的运行和数据计算。玩家的游戏数据大规模地传输至云服务器，经服务器处理后再返还至玩家设备上。	阿里云、顺网云、腾讯云等
网络通信	快速和稳定的网络是游戏数据传输和游戏画面流畅的先决条件。云游戏对网络通信能力有更高的要求，是通往核心云计算和玩家设备的通道。	中国移动、中国电信、中国联通等
设备商	为玩家提供操作游戏的设备端口。云游戏爆发后，游戏玩家更倾向于便捷化设备，移动设备（手机，平板）等制造商将获利。	华为、苹果等手机厂商

资料来源：知网，中银国际证券

云游戏进程中最先获得突破的是软件。截至 2019 年 6 月，已经有数个大厂发布云游戏平台并开始运行，其中索尼的 PS Now 和任天堂的 switch 得益于公司自身的游戏平台优势和游戏云平台软件先期预研的优势，目前已经占据了日本和北美两大主要市场的主导地位。

图表 53. 标志性云游戏平台的推出时间



资料来源：百度百科，中银国际证券

云游戏的关键突破口是网络技术。云游戏能否得到玩家的认可，游戏的流畅性和清晰度至关重要。网速则是云游戏达到认可的基石，是云游戏成功最重要的先决条件。而 5G 有望彻底改变这一现状，随着各大云游戏平台最低配置相继揭晓，5G 的网络速度将完美符合移动终端（手机等）云游戏的要求。

图表 54. 部分重点体育领域的细分政策

平台	腾讯即玩	GeForce Now	谷歌 Stadia	索尼 PS Now	顺网云 PC	EA Project Atlas	5G
运行帧数	60fps	60fps	60fps	60fps	144fps-60fps	60fps	
最低延迟	<40ms	16ms	<40ms	暂无	<17ms	暂无	<1ms
画质区间	720P-1080P	720P-1080P	720P-1080P	720P-1080P	1080P-2K	720P-1080P	
最低要求带宽	9-20Mbps	15-25Mbps	15-25Mbps	5-12Mbps	暂无	10Mbps	1000Mbps

资料来源：官方网站，中银国际证券

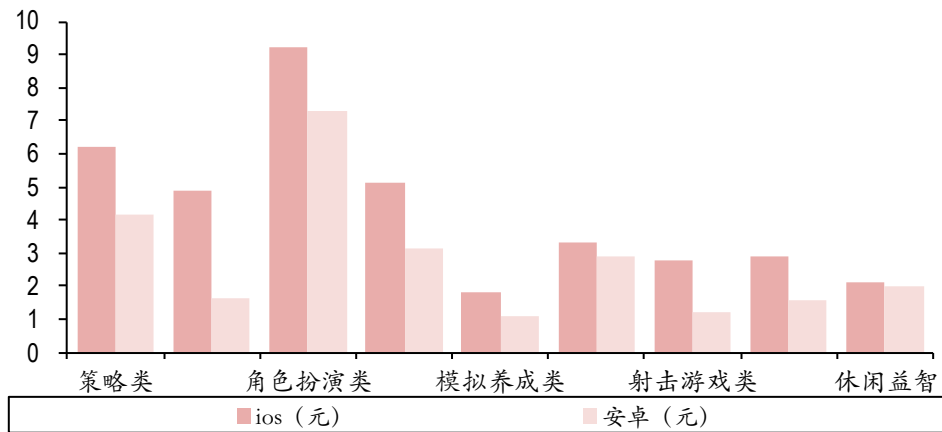
位于产业链中游的云服务器计算是未来云游戏行业内最后的突破口，解决云服务器处理数据和游戏运行是提供优秀云游戏产品的先决条件。随着软件壁垒的突破，当高速网络传输速度商业化运行得以实现后，位于产业链中端的云服务平台也有望迎来重要突破，推动云游戏大规模普及。

(2) 云游戏给游戏产业带来量价齐升的机会

云游戏时代将降低大型电子游戏（主机类和 3A 类）体验门槛，有望扩大游戏用户群。将游戏运行的计算从玩家本地设备（电脑，手机）转至云端服务器计算后，大型游戏对终端硬件设备的要求大大降低，玩家将不再需要下载、安装庞大的客户端。对于显卡和 CPU 的基本要求大幅降低，玩家不再需要因昂贵的专业游戏电脑和硬件价格望而兴叹了。与智能手机普及带来中国移动游戏市场增长类似，更加便捷的设备 and 更快速的网络有望让云游戏进一步驱动整体游戏用户规模的增长。

云游戏有望推动游戏重度化趋势加剧，游戏整体 ARPU 值有望提升。云游戏时代 MMO、RPG 等类型的重度游戏占比或将更高，而从移动游戏的数据来看，这些类型的游戏 ARPU 值更高。

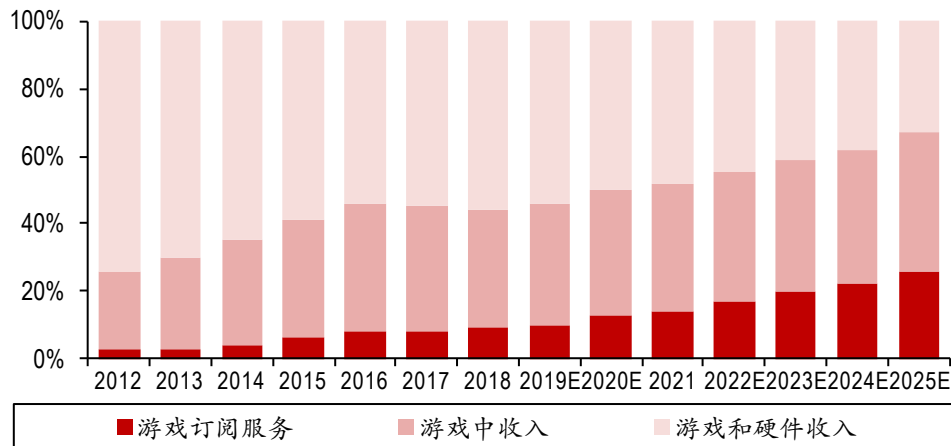
图表 55. 中国各类游戏 ARPU 值



资料来源：中商产业信息网，中银国际证券

云游戏有望改变游戏变现模式，订阅服务占比或将显著上升。串流服务可让游戏厂商接触到更多玩家，玩家将能随时随地玩到想玩的游戏，对既有的消费者带也会来好处。据 IDC 数据统计，游戏订阅服务目前仅占全球游戏市场总收入的 10%左右。预计未来随着云游戏的发展，当游戏放上云端，订阅游戏在省去了长时间安装游戏文件的步骤后，将有大量玩家接受并使用游戏平台的订阅服务。

图表 56. 全球游戏市场收入占比



资料来源：中商产业信息网，中银国际证券

云游戏有望改变网吧游戏服务行业业态。顺网科技是中国网吧云和网吧管理系统排名第一的龙头公司。根据《顺网大数据报告蓝皮书》，顺网科技覆盖了全国 10 万家以上网吧、年触达上亿网民，在网吧管理软件市场占有率达到 70%以上。

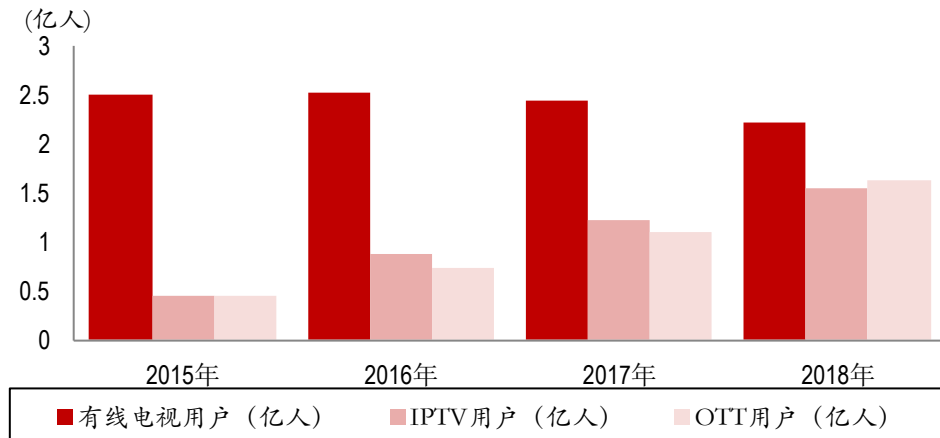
2018 年 7 月，顺网科技便已经发布基于“边缘计算”的云产品-顺网云。依靠主计算节点和分布式部署的数据中心掌握物理优势，对于大型终端的性能有大幅度提升，网络服务响应更快、更便捷。2019 年 6 月 25 日，顺网科技发布性能优异的云电脑产品，为业界提供专为互动娱乐云端化的产品及解决方案。有别于其他边缘计算服务，顺网云更加专注于娱乐互动（游戏）领域。根据测试结果，在顺网云环境下的云电脑的云游戏帧率可以达到 144Hz，帧延时小于 17ms，在同行业产品的对比中性能较强。顺网云电脑/云游戏在可用性、可玩性及成本上都具备优势。顺网科技战略合作伙伴英特尔为顺网云电脑量身定制了硬件解决方案，未来将共同构建新型云计算生态系统。

2、OTT：5G+4K/8K 超高清带来行业发展新机遇

1) 传统有线电视行业受互联网电视冲击面临压力

2018 年第四季度《中国有线电视行业发展公报》显示，我国 2016 年以来有线电视用户呈现负增长趋势，2018 年有线电视用户总量 22316 万户，同比降幅达到 8.7%，降幅扩大。同时，我国收视多元化特征愈加明显，OTT TV 用户和 IPTV 用户异军突起。2018 年，OTT TV 用户同比增长 12.08%，总量达到 1.64 亿户，收视份额 36.69%；IPTV 用户同比增长 7.39%，总量达到 1.55 亿户，收视份额 34.68%。

图表 57. 2015-2018 年有线电视、IPTV、OTT 用户数

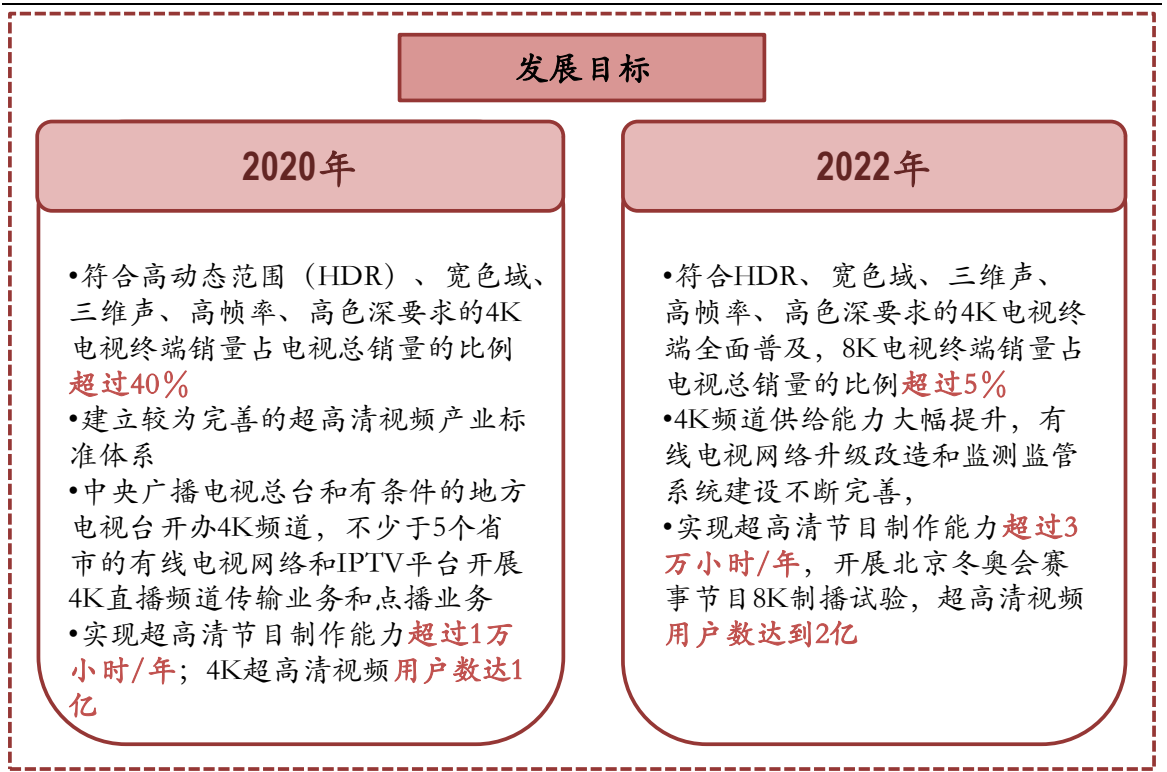


资料来源：中国有线电视行业发展公报，中银国际证券

(2) 5G+4K/8K 超高清成为推动 OTT 发展的新引擎

2019 年 3 月，工信部、国家广播电视总局、中央广播电视总台印发《超高清视频产业发展行动计划（2019-2022 年）》，提出按照“4K 现行、兼顾 8K”的总体技术路线，大力推进超高清视频产业发展和包括有线电视、卫星电视、IPTV 和互联网电视等相关领域的应用。

图表 58. 《超高清视频产业发展行动计划（2019-2022 年）》节选



资料来源：工信部，中银国际证券

2019年6月6日，工信部向中国移动、中国联通、中国电信、中国广电发放5G牌照，标志着我国正式进入5G时代。同时，华为表示超高清视频将成为5G使能的首个行业。5G具有高频宽、低延迟的特性，因而能让高画质影像即时地传输到用户端，因此能结合VR应用，投入到赛事、演唱会、发布会等现场，让VR直播得以实现，提供了5G与OTT行业结合的良好契机，将给产业链相关公司带来新的机会。

（3）5G+4K/8K超高清时代，政策红利和内容为王助力OTT龙头企业突围

5G+4K/8K超高清是技术领域的一大突破，技术革新背景下的全媒体发展趋势值得关注。上市公司新媒股份依托超高清技术在广东省的优先部署和政策红利的先发优势，推动自身在新媒体业务上的技术升级，加大全媒体融合云平台建设，与腾讯合作开发技术产品，不断创新媒体产品、表达方式；在加大技术投入的同时，把握先发区位优势和政策优势，大力吸引用户，增加用户粘性，打造核心竞争优势，夯实新媒体业务根基，打开新媒体流量变现空间。

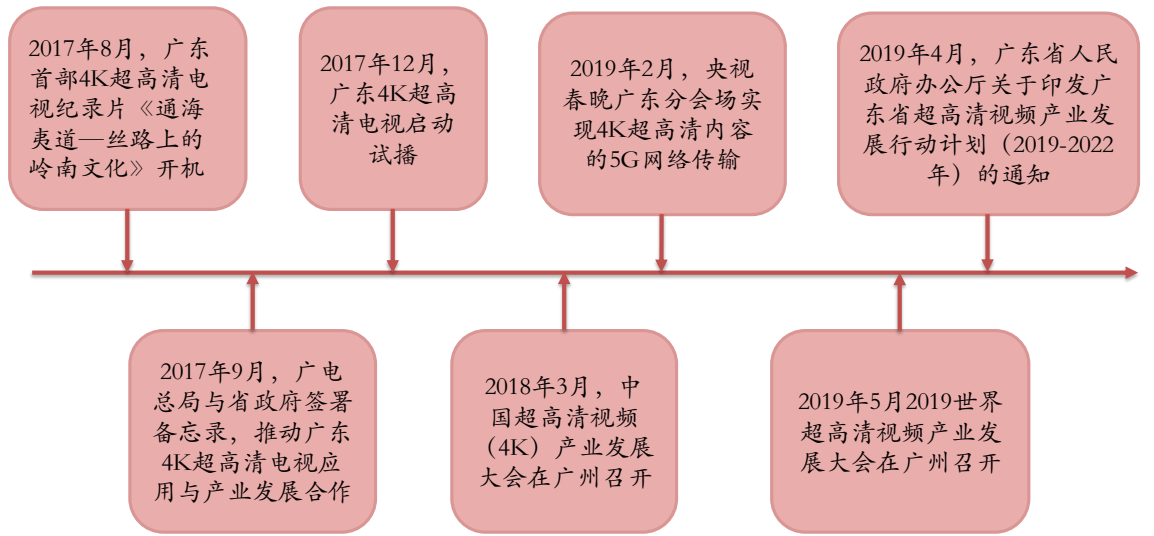
在5G+4K/8K超高清带来技术升级的同时，需要依靠优质内容来承载和变现。技术决定的是传播方式，内容是传播和变现的主体。面对技术新浪潮，芒果超媒一方面加强和华为、移动等在5G的战略合作关系，逐步加大AR/VR技术的研发力度，在技术方面紧跟时代方向；另一方面基于多年在自制节目领域的耕耘，积累了广大用户群体及优秀的制作团队，在5G技术浪潮里，有望通过质量过硬的自制节目站稳脚跟，引领正面价值观导向，实现“流量为王”向“内容为王”的转换，不断提升变现能力。

2.1 新媒股份

（1）广东4K超高清政策支持成为其成长助推器

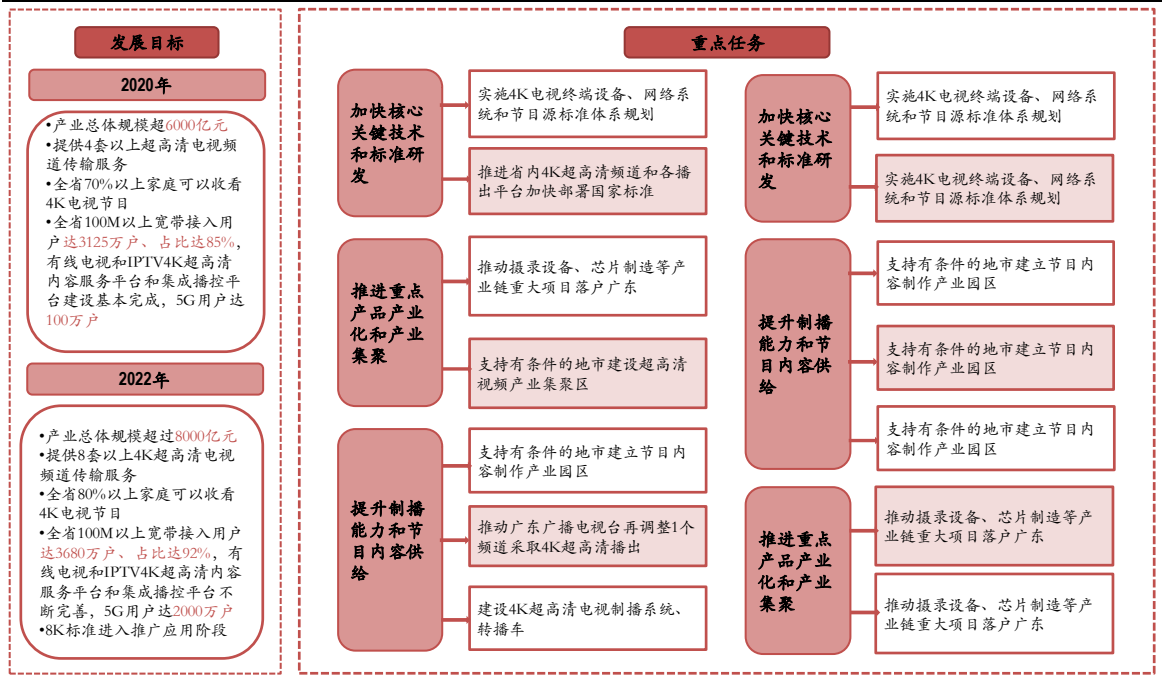
2017年，国家新闻出版广电总局广播电视规划院对全国首个超高清播出频道进行了系统验收测试，通过对广东广播电视台超高清播出频道的验收测试，规划院中心所在全国也首次实现了4K检测技术在实际系统中的应用，广东率先迎来4K时代。随之，广东省紧跟国家政策步伐，不断在4K超高清领域出台政策，为广东省在提升广电网络运输能力、提升4K节目供给能力、提升业务创新发展能力方面进行政策性引导。背靠政策大力支持，新媒股份在新媒体业务上有了强大的助推器。

图表 59. 广东省超高清发展历程



资料来源：百度百科，中银国际证券

图表 60. 广东省超高清视频产业发展行动计划（2019-2022 年）

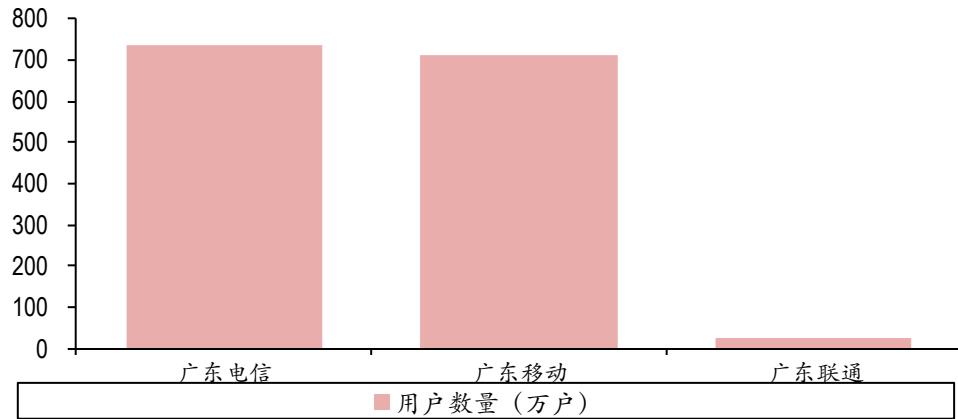


资料来源：广东省人民政府门户网站，中银国际证券

(2) 播控平台新技术使其在竞争中处于优势地位

新媒 IPTV 集成播控平台采用了大数据、云计算、智能搜索引擎、智能推荐等先进技术，处于国内领先地位，于 2017 年获得全国新闻界跨媒体的重大科技奖项——王选新闻科学技术奖二等奖。公司率先提出业务平台“统一播控、分域运营”理念，在国内第一个实现 IPTV 集成播控平台与三大电信运营商传输系统规范对接。

图表 61. 新媒股份与三大电信运营商 IPTV 合作情况



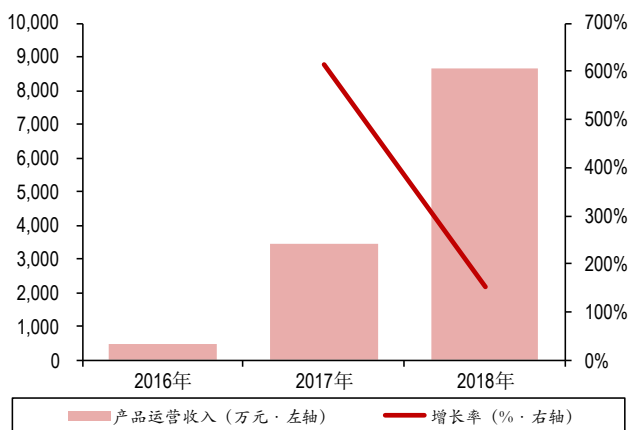
资料来源：新媒股份招股说明书，中银国际证券

新媒股份上市时拟投入的募集资金为 10.76 亿元，其中有 4.24 亿专门用于全媒体融合云平台的建设，而云平台 and 大数据技术将成为推动增值业务发展的利器。新媒云平台的搭建，可以将海量内容存储、复杂的计算、流媒体服务等放到云端实现，通过统一的媒资生产管理、用户管理等，在业务上实现视频业务与数字营销、网络游戏等多种增值业务的对接，将收视用户资源和访问流量资源通过付费点播、游戏等业务来变现，推动增值业务的发展。新媒在大数据技术上的开发，可以使服务提供商更加全面、准确、深入的发掘每个用户的行为习惯和关注焦点，使得精准推介将成为可能，从而显著提升内容投放效率，提高用户运营价值，实现增值业务的快速增长。

(3) 云视听极光等拳头产品夯实 OTT 业务优势

公司互联网电视产品运营业务品牌为“云视听”，公司运营的云视听系列产品有云视听极光、云视听 MoreTV、云视听悦厅和云视听小电视。其中，云视听极光是公司与腾讯合作运营的互联网电视视频点播产品，是云视听系列产品中业务收入规模最大的产品。云视听极光 2015 年 6 月上线运营，发展势头良好，用户迅速增长。截至 2018 年底，云视听极光 APP 的终端用户激活数量累计为 13,300.66 万户。同时，在 2018 上半年点播媒体日均到达率榜单排名前十的内容服务品牌中，公司与腾讯合作的云视听极光和与千杉网络合作的云视听 MoreTV 名列前茅，特别是云视听极光，位居第二名，相比同行业其他产品具有明显的竞争优势，优质产品的推出为流量更好的变现打下基础。2016-2018 年，公司在互联网电视的产品运营业务收入分别为 482.71 万元、3442.3 万元和 8667.33 万元，复合增长率达到 161.86%，产品运营业务收入的大幅增长也体现了云视听极光等产品给公司 OTT 业务带来的优势。

图表 62. 2016-2018 年新媒股份互联网电视产品运营收入



资料来源：公司年报，中银国际证券

图表 63. 2018 年上半年点播媒体排名前十内容服务品牌

排名	内容服务商
1	银河奇异果
2	云视听极光
3	CIBN 酷喵影视
4	芒果 TV
5	云视听 MoreTV
6	CIBN 聚体育
7	HDP 直播
8	CIBN 聚精彩
9	电视家
10	CIBN 微视听

资料来源：勾正数据，中银国际证券

2.2 芒果超媒

(1) 坐稳视频平台二线龙头，且率先盈利

国内互联网视频行业呈现“爱优腾”三足鼎立，芒果 TV、哔哩哔哩等代表的第二梯队高速发展的多元竞争格局。然而，网络视频行业“广告+会员付费”盈利模式下的收入仍难以完全覆盖版权带宽的巨大投入，多数视频平台仍处于亏损状态。随着产业生态、用户市场与监管政策的日益成熟，以及新兴短视频行业对目标受众注意力的持续分流，互联网视频行业已进入发展与竞争格局下半场，从争“量”转为拼“质”成为全行业发展总趋势，差异化、特色化、细分化、自制化成为竞争新路径，注重投入与产出双向均衡，重构良性、可持续的商业模式与产业发展逻辑已逐渐成为全行业新共识。公司在新环境下，依托精准目标用户定位优势，以“精品自制+芒果独播+优质精选”的影视综艺头部内容产品矩阵为核心，在激烈的市场竞争中取得优势，坐稳二线龙头，且在视频平台中率先盈利。

图表 64. 芒果超媒业务布局

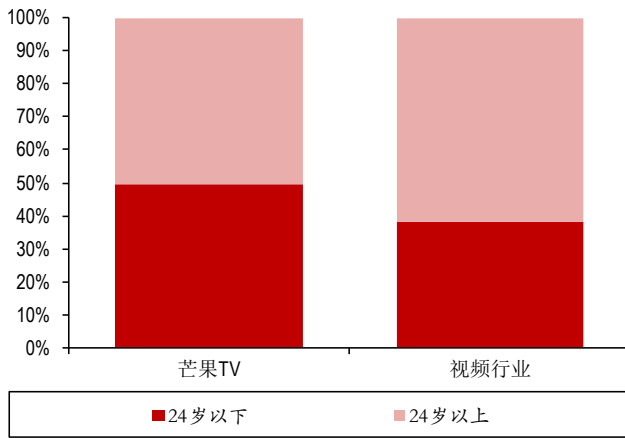


资料来源：公司年报，中银国际证券

(2) 依托受众资源和用户粘性提升会员付费收入

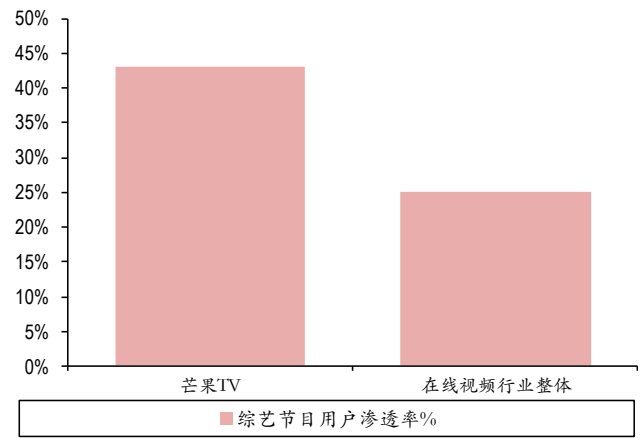
芒果超媒依托“芒果独播”战略有效承接湖南卫视传统媒体优质用户资源，通过“精品自制”内容夯实青春、都市、女性的平台用户定位，借助“优质精选”内容进一步实现精准用户群体体验升级，由此形成内容驱动平台的强大合力，全终端覆盖青春、都市、女性的高粘度市场，并保障了从清晰用户群体、精准内容产品到广告客户环环相扣、高度吻合。芒果 TV24 岁以下的年轻用户占比高达 49.7%，远远高于视频行业平均的 38.2%。同时，通过艺人经纪与影视娱乐黏性结合、协同发展，通过打造艺人超级 IP，最大化变现艺人价值，加强了观众的品牌忠诚度；它所培育的一批年轻化的观众，高度契合当前的网络受众。

图表 65. 24 岁及以下年龄段用户占比



资料来源：艾瑞咨询，中银国际证券

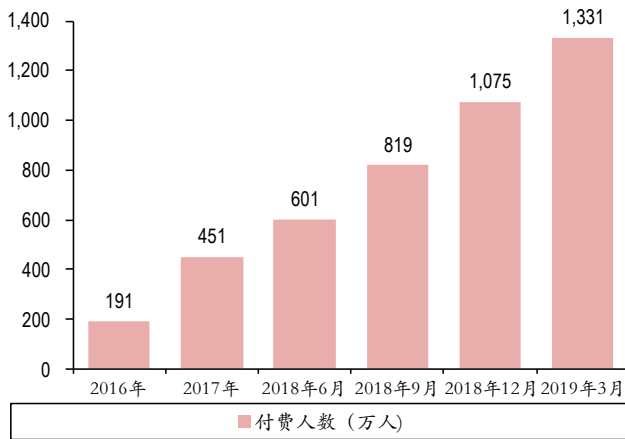
图表 66. 综艺节目用户渗透率



资料来源：公司年报，中银国际证券

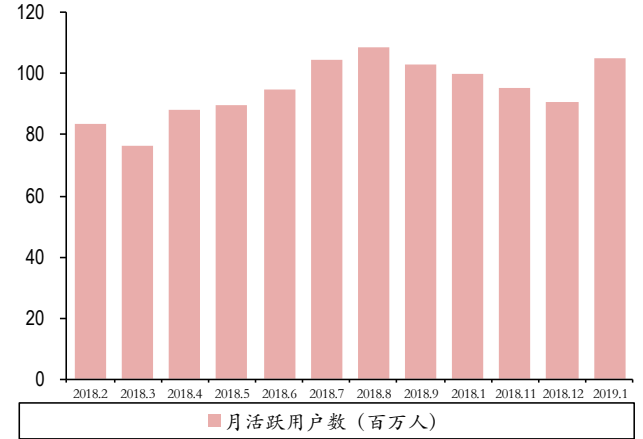
版权保护力度不断加大的背景下，独播战略和特色内容可以提高用户的付费意愿，培养用户的付费习惯，而芒果超媒用户粘性的优势对其付费用户的留存和 ARPU 值提升至关重要，为增值业务的快速发展提供有力支持。

图表 67. 芒果 TV 付费会员人数情况



资料来源：Questmobile，中银国际证券

图表 68. 芒果 TV 月活跃用户数 (百万人)



资料来源：Questmobile，中银国际证券

(3) 优质自制综艺和独播战略打造核心竞争力

湖南卫视贡献了许多深入人心的优质节目内容。最早诞生于 1997 年的《快乐大本营》开播伊始就迅速在湖南卫视所覆盖的全国广大地区占据周末的黄金时段，创造了包括“综合收视率最高的综艺节目”、“影响力最大的综艺节目”和“吸金能力最强的综艺节目”等多项纪录。湖南卫视体系在内容方面突破和创新意识，对节目精耕细作，先后制作播出了一系列“现象级”节目。从最初的草根选秀《超级女声》《快乐男声》，到首档亲子互动类综艺节目《爸爸去哪儿》，再到首档顶级明星歌手对决节目《我是歌手》，再到聚焦当代婚恋现状观察的真人秀节目《妻子的浪漫旅行》，不断强化芒果品牌烙印。2018 年，芒果 TV 全面发力内容创意和 IP 研发，打造“芒果系综艺带”、“亲子节目带”、“酷文化节目带”、“悬疑智力节目带”、“新型情感节目带”等五大节目带，有超过 20 档综艺节目，为垂直用户提供充足的精准内容。在 2018 年头部综艺中，芒果 TV 领先优势明显，在播放量前十的综艺里，芒果 TV (含湖南卫视) 占据 4 部，前 20 部中占据 9 部，接近半壁江山。优质资源的持续输出和独播战略的双向发力是芒果超媒在中国视频内容行业凸显核心竞争力的重要优势，也是抓住当前 OTT 产业链上游“内容为王”核心趋势的表现。



(4) 自制剧成为新的成长方向，5G+超高清助力内容王国加速成长

除了在自制综艺方面打造内容优势，公司还积极开展自制剧的制作。相较“优爱腾”，芒果TV的自制剧起步较晚，且作为后来者转换自制剧思路，要流量的同时更要内容质量的提升，在依旧依托青春、都市、女性的用户定位下，把综艺制作的管理经验搬到自制剧上面来，实现流程化管理和对内容更好的把控。根据公司年报及Questmobile数据，2019年芒果TV有30-50部网剧在准备，独播的《陪你到世界之巅》收视率排名靠前，自制剧日活跃用户数量较前2017年增长超过2倍；同时拥有20个网剧团队，其中5个完全隶属于芒果TV，链条化管控使得芒果从剧本审核、拍摄跟踪、演员协商方面都具备优势。芒果超媒对2019年自制剧的经营发展规划中表明，随着自制剧在平台电视剧比重中的提升，整体内容成本将进一步下降，优质内容带来的广告、会员收入以及投资、分销收益有望进一步提升。

同时，芒果TV更注重价值导向，更进一步秉承“以人民为中心”的创作导向，坚持推出“小成本、大情怀、正能量”的作品。2019年适逢新中国成立70周年，芒果TV在自制剧之外还推出了一系列主旋律作品，《我爱你，中国》第三季、《我的青春在丝路》第三季、《不负青春不负村》第二季以及《功夫学徒》《最美中国人》《江河知道我》《可爱的中国》《开国将军忆烽火》等作品均在布局之中。

广电系国企背景和多年积累的内容制作基因决定了公司对政策解读、把握和执行方面具备优势，再加上独特的激励模式和创新机制，我们判断公司自制剧业务也有望实现弯道超车。

图表 69. 芒果TV自制剧《我爱你，中国》宣传海报



资料来源：芒果TV官网，中银国际证券



投资建议

2019年上半年,申万一级传媒指数上涨7.8%,在所有行业中涨幅靠后,且行业整体估值依旧位于2012年以来的底部区域,政策依然是影响板块业绩预期和估值的重要因素。延续年度策略报告观点,我们认为沿政策方向寻找业绩确定性机会仍然是下半年投资的一条主线,基于政策支持力度、业绩边际改善和确定性、当前估值水平,建议重点布局游戏、体育板块;另一方面,5G全面商用越来越近,对文娱互联网产业的变革将逐步浮出水面,我们认为5G将为云游戏及超高清视频赋能,打开云游戏产业链及OTT行业增量空间,从布局未来的角度,建议积极把握云游戏及OTT行业投资机会。

游戏:供需两端决定依然拥有较大成长空间。需求端来看,下沉市场用户时长的增长及海外市场依然能带来增量需求,国内用户对精品游戏需求越来越大。供给端来看,版号收紧、监管对游戏内容审核的趋严,将加剧头部化。精品化趋势下,国内游戏市场“两超多强”的格局有望延续,海外市场相对开放,二线游戏龙头游族网络、完美世界、三七互娱、吉比特等市场份额仍有提升空间,业绩增长确定性较强。重点推荐:游族网络、完美世界、三七互娱、吉比特。

体育:政策支持和大赛驱动下,商业化变现加快。体育产业“十三五”规划目标“到2020年体育产业总产值超3万亿元”进入收官阶段,2014年46号文提出的“到2025年体育产业总产值达到5万亿”进入下半场。2019-2023年,男篮世界杯、冬奥会、亚运会、亚洲杯等国际大赛陆续在中国举办,场馆建设、体育营销、版权运营、赛事内容及衍生品等产业链将进入新一轮商业变现周期;而足球产业作为体育核心产业,在政策支持和国内资本的推动下,商业化变现加快。重点推荐:当代明诚、星辉娱乐。

5G为云游戏产业链及OTT行业赋能。网络技术是云游戏突破的关键,预计5G商用将大大加快云游戏产业进程。云游戏将对游戏设备、内容、变现模式等方面带来变革,降低设备门槛,普及3A级游戏大作,订阅付费模式或兴起,也为云游戏服务商打开发展空间。2019年3月工信部、国家广电总局等联合下发《超高清视频产业行动发展规划(2019-2022年)》,超高清视频产业在政策支持下有望加速,而5G商用后将从技术角度助力超高清视频产业发展,“5G+超高清”为OTT大屏生态带来新机遇,技术、内容领先的OTT龙头迎来增量空间。重点推荐:顺网科技;建议关注:新媒股份、芒果超媒。



风险提示：

- 1、公司业绩不及预期：公司业绩低于预期引发股价下跌的风险。
- 2、行业政策发生重大转变：行业政策发生重大转变带来市场对板块整体业绩预期和估值下降的风险。
- 3、限售股解禁：限售股大规模解禁引发股价下行的风险。

附录图表 70. 报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价 (元)	市值 (亿元)	每股收益(元/股)		市盈率(x)		最新每股净 资产 (元/股)
					2018A	2019E	2018A	2019E	
603444.SH	吉比特	买入	230.10	165	10.12	11.74	22.7	19.6	40.4
002174.SZ	游族网络	买入	17.60	156	1.15	1.41	15.3	12.5	5.1
300043.SZ	星辉娱乐	买入	5.03	63	0.19	0.25	26.5	20.1	2.2
600136.SH	当代明诚	买入	11.10	54	0.37	0.52	30.0	21.3	6.9
002624.SZ	完美世界	买入	27.10	356	1.30	1.57	20.8	17.3	6.4
002555.SZ	三七互娱	买入	14.11	298	0.47	0.95	30.0	14.9	2.8
300113.SZ	顺网科技	买入	16.39	114	0.46	0.74	35.6	22.1	4.2
300770.SZ	新媒股份	未有评级	89.62	115	2.13	2.31	42.1	38.8	7.4
300413.SZ	芒果超媒	未有评级	41.80	438	0.92	1.15	45.4	36.3	5.7

资料来源：万得，中银国际证券

注：股价截止日7月1日，未有评级公司盈利预测来自万得一致预期



600136.SH

买入

原评级: 买入

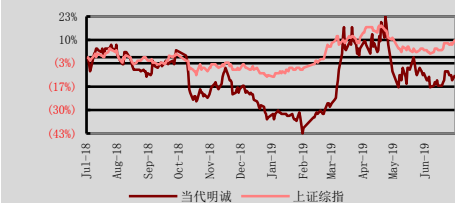
市场价格: 人民币 11.1

板块评级: 强于大市

本报告要点

- 收购新英体育开辟体育版权市场。

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	33.3	(0.3)	(16.2)	(7.7)
相对上证指数	9.7	(5.3)	(12.2)	(14.7)

发行股数(百万)	487
流通股(%)	100
总市值(人民币 百万)	5,408
3个月日均交易额(人民币 百万)	104
净负债比率(%) (2019E)	50
主要股东(%)	
武汉新星汉宜化工有限公司	16

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银国际证券
以2019年7月1日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

传媒: 文化传媒

方光照

(021)20328348

guangzhao.fang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300519010001

当代明诚

大赛驱动下, 体育业务变现有望加速

公司通过收购强视传媒、双刃剑和新英体育, 转型成为影视和体育双轮驱动的文化产业上市公司, 实现体育全产业链布局, 我们看好公司在体育业务的变现空间, 给予公司首次“买入”评级。

支撑评级的要点

- 基于连接国内企业与海外顶级赛事资源的多年服务经验, 体育营销业务拥有较宽护城河。公司基于与国际足联、欧足联、国际奥委会和部分国家奥委会、欧洲五大联赛组织方的长期合作, 及运作中国企业赞助顶级赛事、俱乐部、国家奥运代表队的丰富经验, 建立体育营销业务的护城河, 在东京奥运会、卡塔尔世界杯、北京冬奥会、杭州亚运会及中国亚洲内周期, 体育营销业务稳定增长可期。
- 坐拥西甲、欧洲杯、欧预赛等稀缺头部赛事版权, 版权变现空间大。公司拥有 2019-2025 赛季西甲联赛、2020 年欧洲杯、2022 年世界杯欧洲区预选赛等头部赛事国内全媒体版权, 打开稀缺头部赛事版权体系, 受益于武磊加盟西班牙人俱乐部带来的西甲联赛在国内关注度的提升, 未来西甲版权变现空间大, 而 2020 年欧洲杯作为仅次于世界杯的足球顶级赛事, 有望为公司 2020 年业绩带来较大弹性。
- 参与亚足联赛事全球商业开发, 有望充分受益于国内企业全球化拓展带来的体育营销机遇。公司拥有 2021-2028 年亚足联赛事全球独家商业权益, 从旗下赛事如亚冠、亚洲杯、世界杯亚洲区预选赛的商业开发中获得收入分成, 2023 年亚洲杯将在中国举行, 公司当前已启动 2021-2024 周期亚足联旗下国家队赛事的赞助权益销售工作, 通过将原有二级赞助体系调整为四级, 有望吸引中国品牌在内的更多赞助商。

估值

- 我们看好公司未来在体育产业的变现空间, 假设 2019 年按增发 20% 股本完成定增, 2020 年开始财务费用有望大幅减少, 预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 2.55、4.38 和 5.06 亿元, 对应增发后市盈率分别为 25、15 和 13 倍; 不考虑定增情况下, 预计公司 2019-2021 年实现净利润 2.55、3.08 和 3.85 亿元, 当前股价对应的市盈率分别为 21 倍、18 倍和 14 倍, 首次给予公司“买入”评级。

评级面临的主要风险

- 定增未按预期完成, 影视业务下滑较多, 体育业务收入不及预期。

投资摘要

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入(人民币 百万)	912	2,668	2,952	3,223	3,539
变动(%)	60	193	11	9	10
净利润(人民币 百万)	128	178	255	308	385
全面摊薄每股收益(人民币)	0.263	0.365	0.524	0.633	0.790
变动(%)	4.9	38.9	43.4	20.8	24.8
全面摊薄市盈率(倍)	42.2	30.4	21.2	17.5	14.1
价格/每股现金流量(倍)	(6.5)	25.0	5.0	(22.3)	4.8
每股现金流量(人民币)	(1.70)	0.44	2.21	(0.50)	2.33
企业价值/息税折旧前利润(倍)	21.4	7.4	10.4	9.9	7.8
每股股息(人民币)	0.070	0.023	0.052	0.063	0.079
股息率(%)	0.6	0.5	0.5	0.6	0.7

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入	912	2,668	2,952	3,223	3,539
销售成本	(406)	(1,743)	(1,954)	(2,134)	(2,345)
经营费用	(242)	81	(328)	(369)	(394)
息税折旧前利润	264	1,006	670	720	800
折旧及摊销	(4)	(487)	(65)	(65)	(65)
经营利润(息税前利润)	260	520	604	655	735
净利息收入/(费用)	(94)	(372)	(311)	(299)	(278)
其他收益/(损失)	24	50	42	50	50
税前利润	190	198	336	406	506
所得税	(42)	(117)	(67)	(81)	(101)
少数股东权益	(21)	97	(13)	(16)	(20)
净利润	128	178	255	308	385
核心净利润	128	178	257	310	387
每股收益(人民币)	0.263	0.365	0.524	0.633	0.790
核心每股收益(人民币)	0.262	0.365	0.528	0.637	0.794
每股股息(人民币)	0.070	0.023	0.052	0.063	0.079
收入增长(%)	60	193	11	9	10
息税前利润增长(%)	30	100	16	8	12
息税折旧前利润增长(%)	31	281	(33)	7	11
每股收益增长(%)	5	39	43	21	25
核心每股收益增长(%)	3	39	45	21	25

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	190	198	336	406	506
折旧与摊销	4	487	65	65	65
净利息费用	94	372	311	299	278
运营资本变动	(582)	(838)	767	(994)	758
税金	(21)	(214)	(67)	(81)	(101)
其他经营现金流	(513)	212	(333)	63	(371)
经营活动产生的现金流	(827)	217	1,078	(243)	1,135
购买固定资产净值	2	603	0	0	0
投资减少/增加	(98)	(2,285)	12	20	20
其他投资现金流	39	(2,135)	4	0	0
投资活动产生的现金流	(58)	(3,818)	16	20	20
净增权益	(34)	0	(26)	(31)	(38)
净增债务	552	2,343	657	329	(620)
支付股息	34	0	26	31	38
其他融资现金流	563	1,242	(567)	80	(317)
融资活动产生的现金流	1,114	3,585	90	409	(937)
现金变动	229	(16)	1,184	187	218
期初现金	326	560	853	2,037	2,224
公司自由现金流	(885)	(3,601)	1,094	(223)	1,155
权益自由现金流	(240)	(886)	2,062	405	813

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	643	995	2,172	2,359	2,577
应收帐款	1,102	2,293	1,004	2,595	1,357
库存	1,247	1,190	1,511	1,439	1,803
其他流动资产	277	780	409	889	538
流动资产总计	3,269	5,257	5,096	7,281	6,274
固定资产	29	31	26	22	17
无形资产	2	605	544	484	423
其他长期资产	29	370	370	370	370
长期资产总计	60	1,006	941	875	810
总资产	5,126	10,634	10,401	12,511	11,425
应付帐款	142	489	419	557	527
短期债务	592	1,314	1,971	2,300	2,617
其他流动负债	442	1,878	980	1,919	1,118
流动负债总计	1,176	3,681	3,369	4,776	4,261
长期借款	597	2,219	2,221	2,221	1,284
其他长期负债	608	499	500	500	500
股本	487	487	487	487	487
储备	2,021	2,604	2,924	3,610	3,957
股东权益	2,508	3,091	3,411	4,098	4,444
少数股东权益	222	887	900	916	936
总负债及权益	5,126	10,634	10,401	12,511	11,425
每股帐面价值(人民币)	5.15	6.34	7.00	8.41	9.12
每股有形资产(人民币)	5.14	5.10	5.88	7.42	8.25
每股净负债/(现金)(人民币)	0.47	4.27	3.19	3.48	1.76

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	28.9	37.7	22.7	22.3	22.6
息税前利润率(%)	28.5	19.5	20.5	20.3	20.8
税前利润率(%)	20.9	7.4	11.4	12.6	14.3
净利率(%)	14.0	6.7	8.6	9.6	10.9
流动性					
流动比率(倍)	2.8	1.4	1.5	1.5	1.5
利息覆盖率(倍)	2.8	1.4	1.9	2.2	2.6
净权益负债率(%)	23.0	67.4	50.0	45.8	27.1
速动比率(倍)	1.7	1.1	1.1	1.2	1.0
估值					
市盈率(倍)	42.2	30.4	21.2	17.5	14.1
核心业务市盈率(倍)	42.3	30.4	21.0	17.4	14.0
市净率(倍)	2.2	1.8	1.6	1.3	1.2
价格/现金流(倍)	(6.5)	25.0	5.0	(22.3)	4.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	21.4	7.4	10.4	9.9	7.8
周转率					
存货周转天数	872.3	255.2	252.3	252.3	252.3
应收帐款周转天数	332.3	232.2	203.8	203.8	203.8
应付帐款周转天数	51.6	43.1	56.1	55.2	55.9
回报率					
股息支付率(%)	26.6	0.0	10.0	10.0	10.0
净资产收益率(%)	5.2	6.4	7.9	8.2	9.0
资产收益率(%)	4.7	2.7	4.6	4.6	4.9
已运用资本收益率(%)	0.9	0.8	0.8	0.9	1.0

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测



300043.SZ

买入

原评级: 未有评级

市场价格: 人民币 5.03

板块评级: 强于大市

本报告要点

- 皇家西班牙人队有望成为中国足球出海口。

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	52.9	12.5	(28.7)	26.7
相对深证成指	19.6	5.7	(21.5)	25.1

发行股数(百万)	1,244
流通股(%)	74
总市值(人民币 百万)	6,258
3个月日均交易额(人民币 百万)	122
净负债比率(%) (2019E)	7
主要股东(%)	
陈雁升	33

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银国际证券
以2019年7月1日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

传媒: 互联网传媒

方光照

(021)20328348

guangzhao.fang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300519010001

星辉娱乐

西班牙人俱乐部商业开发有望加快, 驱动业绩增长

公司已形成游戏研发运营、足球俱乐部经营、车模生产制造三大主业。我们看好皇家西班牙俱乐部业绩增长以及公司游戏业务的稳健运营, 首次给予公司“买入”评级。

支撑评级的要点

- 武磊加盟西班牙人俱乐部后, 带来俱乐部在国内关注度和商业价值显著提升, 有望驱动广告赞助、门票及衍生品销售收入大幅提升。公司持有西班牙人俱乐部 99.35% 股权, 武磊加盟西班牙人俱乐部且表现良好, 国内收看西班牙人俱乐部比赛的人数显著增长, 有望推动国内企业对西班牙人俱乐部的赞助以及西班牙人俱乐部包括球衣在内的衍生品在国内销售收入提升。
- 西班牙人俱乐部有望成为国内球员留洋及中西足球合作的平台, 公司充分受益于西甲在国内的商业化开发及国内青训市场空间的打开。西甲一直将中国作为重要市场, 在中国主要进行青少年培养和体育娱乐化战略的实施。2019年3月西甲主席访华, 与中国足协签署一系列合作协议, 未来两国足球将在更多领域进行合作。而西班牙人作为中国企业控股的西甲联赛俱乐部, 有望成为两国足球合作的平台, 从体育经纪(运作中国球员留洋)、赞助营销、青训培养等领域打开变现空间。
- 游戏业务贡献稳定业绩。《三国群英传-霸王之业》流水稳定, 验证公司精品游戏研发能力, 并成为业绩稳定器, 《苍之纪元》《三国志M》等2018年上线的游戏海外市场流水仍有望攀升, 为游戏业务贡献业绩弹性。

估值

- 我们假设公司游戏业务稳健运营, 2019年西班牙人俱乐部打进欧联杯, 球队比赛奖金、转会、转播、赞助收入有望明显增长, 预计公司2019-2021年实现净利润3.15、3.85和4.79亿元, 当前股价对应的市盈率分别为20倍、16倍和13倍, 首次给予公司“买入”评级。

评级面临的主要风险

- 游戏业务下滑, 球队战绩下滑。

投资摘要

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入(人民币 百万)	2,755	2,820	3,076	3,372	3,717
变动(%)	15	2	9	10	10
净利润(人民币 百万)	230	238	315	385	479
全面摊薄每股收益(人民币)	0.185	0.192	0.253	0.309	0.385
变动(%)	(49.8)	3.7	32.1	22.1	24.6
全面摊薄市盈率(倍)	27.2	26.2	19.9	16.3	13.1
价格/每股现金流量(倍)	22.3	10.0	10.5	10.9	8.9
每股现金流量(人民币)	0.23	0.50	0.48	0.46	0.56
企业价值/息税折旧前利润(倍)	23.1	16.9	11.4	10.0	8.0
每股股息(人民币)	0.030	0.025	0.025	0.031	0.039
股息率(%)	0.6	0.5	0.5	0.6	0.8

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入	2,755	2,820	3,076	3,372	3,717
销售成本	(1,897)	(1,562)	(1,725)	(1,899)	(2,104)
经营费用	(526)	(781)	(783)	(871)	(927)
息税折旧前利润	333	478	569	603	687
折旧及摊销	(174)	(214)	(140)	(140)	(140)
经营利润(息税前利润)	158	264	429	463	547
净利息收入/(费用)	(122)	(130)	(146)	(129)	(109)
其他收益/(损失)	219	110	45	67	57
税前利润	256	244	328	401	494
所得税	(8)	(3)	(10)	(12)	(10)
少数股东权益	(17)	(2)	(3)	(4)	(5)
净利润	230	238	315	385	479
核心净利润	231	239	315	385	479
每股收益(人民币)	0.185	0.192	0.253	0.309	0.385
核心每股收益(人民币)	0.186	0.192	0.253	0.309	0.385
每股股息(人民币)	0.030	0.025	0.025	0.031	0.039
收入增长(%)	15	2	9	10	10
息税前利润增长(%)	(12)	67	62	8	18
息税折旧前利润增长(%)	17	44	19	6	14
每股收益增长(%)	(50)	4	32	22	25
核心每股收益增长(%)	(50)	3	32	22	25

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	331	350	2,139	2,343	2,582
应收帐款	505	591	435	689	550
库存	117	103	179	132	213
其他流动资产	133	58	178	81	206
流动资产总计	1,086	1,102	2,930	3,246	3,549
固定资产	1,033	1,333	1,275	1,216	1,157
无形资产	768	812	731	650	569
其他长期资产	1,556	1,522	1,522	1,522	1,522
长期资产总计	3,358	3,667	3,528	3,388	3,248
总资产	5,980	5,956	7,631	7,803	7,967
应付帐款	354	352	401	428	491
短期债务	670	717	934	1,101	1,259
其他流动负债	497	632	619	643	640
流动负债总计	1,521	1,701	1,953	2,172	2,389
长期借款	1,816	1,460	1,464	1,067	577
其他长期负债	27	30	27	27	27
股本	1,244	1,244	1,244	1,244	1,244
储备	1,256	1,473	2,941	3,288	3,719
股东权益	2,500	2,717	4,186	4,532	4,963
少数股东权益	71	(1)	2	6	10
总负债及权益	5,980	5,956	7,631	7,803	7,967
每股帐面价值(人民币)	2.01	2.18	3.36	3.64	3.99
每股有形资产(人民币)	1.39	1.53	2.78	3.12	3.53
每股净负债/(现金)(人民币)	1.16	1.45	0.19	(0.16)	(0.62)

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	256	244	328	401	494
折旧与摊销	174	214	140	140	140
净利息费用	122	130	146	129	109
运营资本变动	(173)	(6)	79	(108)	75
税金	9	(1)	(10)	(12)	(10)
其他经营现金流	(107)	45	(90)	24	(108)
经营活动产生的现金流	281	625	593	574	701
购买固定资产净值	67	44	0	0	0
投资减少/增加	140	195	15	27	27
其他投资现金流	(1,103)	(500)	(5)	(0)	(0)
投资活动产生的现金流	(897)	(261)	10	27	27
净增权益	(37)	0	(31)	(38)	(48)
净增债务	803	539	217	(229)	(332)
支付股息	37	0	31	38	48
其他融资现金流	(212)	(948)	962	(168)	(157)
融资活动产生的现金流	591	(409)	1,179	(397)	(489)
现金变动	(25)	(45)	1,782	204	238
期初现金	441	302	341	2,123	2,327
公司自由现金流	(616)	364	604	601	727
权益自由现金流	309	1,033	966	501	505

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	12.1	16.9	18.5	17.9	18.5
息税前利润率(%)	5.8	9.4	13.9	13.7	14.7
税前利润率(%)	9.3	8.6	10.7	11.9	13.3
净利率(%)	8.4	8.5	10.2	11.4	12.9
流动性					
流动比率(倍)	0.7	0.6	1.5	1.5	1.5
利息覆盖率(倍)	1.3	2.0	2.9	3.6	5.0
净权益负债率(%)	85.0	67.6	6.6	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.6	0.6	1.4	1.4	1.4
估值					
市盈率(倍)	27.2	26.2	19.9	16.3	13.1
核心业务市盈率(倍)	27.1	26.2	19.8	16.3	13.1
市净率(倍)	2.5	2.3	1.5	1.4	1.3
价格/现金流(倍)	22.3	10.0	10.5	10.9	8.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	23.1	16.9	11.4	10.0	8.0
周转率					
存货周转天数	23.4	25.7	29.9	29.9	29.9
应收帐款周转天数	64.9	70.9	60.8	60.8	60.8
应付帐款周转天数	50.0	45.7	44.7	44.9	45.1
回报率					
股息支付率(%)	16.2	0.0	10.0	10.0	10.0
净资产收益率(%)	9.5	9.1	9.1	8.8	10.1
资产收益率(%)	2.8	4.4	6.1	5.8	6.8
已运用资本收益率(%)	1.2	1.2	1.4	1.4	1.8

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20 以上；
- 增持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10-20；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10-10 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371