

增持

——维持

证券研究报告 / 行业研究 / 季度策略

游戏景气回升 5G 推动娱乐升级

——2019 年文化娱乐行业秋季投资策略

日期：2019 年 8 月 29 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

■ 主要观点：

影视娱乐消费稳中有升。

随着移动互联网的进一步普及和 5G 技术的推广，用户的碎片化娱乐需求得到满足。短视频/直播、在线视频、小程序等细分赛道保持高速发展。新一代用户的版权和付费意识大幅提升，付费推动娱乐产业良性发展。包括腾讯、爱奇艺、哔哩哔哩等平台的付费用户规模在二季度继续保持增长。

新游助力国内游戏市场回暖，手游出海持续开拓新品类。

2019H1 国内游戏市场回暖，版号放开后，新游市场表现逐渐活跃，7 月新游流水实现高增长。高流量互联网公司探索新变现模式，游戏分发、曝光渠道增加，带动用户增速回升。手游出海持续高增，以 SLG、吃鸡为基本盘，进一步拓展细分品类。

线上图书零售渠道保持较高增速，看好教材教辅市场复苏。

图书零售市场持续稳健增长，线上渠道通过高折扣率保持 20% 以上增速，少儿类图书码洋占比进一步提升。继续关注政策消化、成本改善、需求增长的教育出版行业。

5G 推动文化娱乐产业升级，视频流及沉浸式体验受益较大。

5G 引领在线视频、直播质量升级；解决云游戏关键技术难题；长远来看，VR/AR 有望兼顾沉浸感及便携性。

■ 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、吉比特、三七互娱、宝通科技。

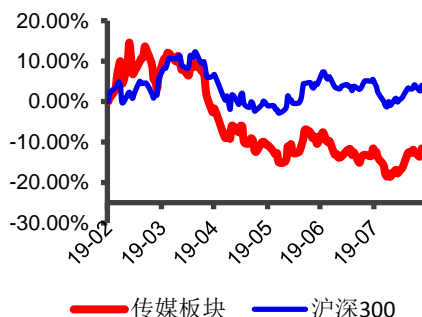
■ 数据预测与估值：

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	8.52	0.47	0.26	0.30	18.20	32.62	28.40	2.91	谨慎增持
东方明珠	600637	9.58	0.59	0.62	0.64	16.32	15.38	14.97	1.14	谨慎增持
吉比特	603444	272.45	10.1	12.5	14.5	27.09	21.88	18.85	6.26	增持
三七互娱	002555	16.01	0.47	0.88	1.1	34.06	18.19	14.55	5.48	增持
宝通科技	300031	11.42	0.69	0.95	1.16	16.55	12.02	9.84	1.80	增持

资料来源：上海证券研究所；股价数据为 2019 年 8 月 27 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声明。

## 目 录

<b>一. 影视行业：娱乐消费稳中有升</b> .....	<b>1</b>
1.1 付费用户规模持续提升，碎片化娱乐需求增多。 .....	1
1.2 8月电影票房再次突破70亿。 .....	2
1.3 院线集中度持续提升，单银幕产出继续下滑。 .....	3
1.4 电视剧：总体产量下滑，精品化趋势明显。 .....	3
1.5 在线视频：付费用户规模稳定增长。 .....	4
<b>二. 游戏行业：新游助力国内市场回暖，海外开拓新品类</b> .....	<b>6</b>
2.1 上半年国内游戏市场收入及用户规模增速双双回升 .....	6
2.2 版号审批恢复，新游市场明显回暖 .....	7
2.3 手游出海：在深耕优势领域的同时扩张新品类 .....	10
<b>三. 出版行业：线上渠道保持较高增速，看好教材教辅市场复苏</b> .....	<b>12</b>
3.1 图书零售市场整体表现稳健，线上渠道维持较高增速 .....	12
3.2 多重利好刺激，教育出版行业有望复苏 .....	13
<b>四. 5G时代展望，科技推进文化娱乐方式升级</b> .....	<b>14</b>
4.1 5G推动文化娱乐产业升级，视频流及沉浸式体验受益较大 .....	14
4.2 视频&5G：超高清引领内容升级，赛事直播效果或显著提升 ..	16
4.3 游戏&5G：5G将促进云游戏突破关键技术瓶颈 .....	17
4.4 VR/AR&5G：未来或实现沉浸感及便携性的两全其美 .....	18
<b>五. 行业表现及估值</b> .....	<b>19</b>
5.1 年初至今板块表现差于沪深300指数。 .....	19
5.2 相对估值水平处在低位区间。 .....	20
<b>六. 重点关注公司</b> .....	<b>21</b>
<b>七. 风险提示</b> .....	<b>21</b>

图

图 1 2013-2020 年中国居民人均娱乐消费 (美元)	1
图 2 00/05 后消费者休闲时间主要娱乐方式	1
图 3 2018 年 9 月-2019 年 8 月 26 日国内月度票房 (万元)	2
图 4 截止到 2019 年 8 月 26 日月票房情况	2
图 5 2005-2018 年我国电影银幕数	3
图 6 2015-2019 年在线视频行业付费用户规模	5
图 7 中国游戏市场收入规模及增速 (亿元)	6
图 8 中国游戏市场用户规模及增速 (百万人)	6
图 9 中国手机游戏市场收入规模及增速 (亿元)	6
图 10 近期版号发放数量	7
图 11 7 月手游流水 Top10	8
图 12 中国移动游戏发行商海外市场表现	10
图 13 2019H1 中国手游出海公司收入 Top15	10
图 14 2019H1 中国手游出海收入 Top15	11
图 15 中国图书零售市场码洋规模 (亿元)	13
图 16 K12 在校生数整体走势 (万人)	14
图 17 文化产业 5G 时代受益的细分领域	15
图 18 文化产业中基于 5G 的收入规模	16
图 19 云游戏运行流程	17
图 20 VR/AR 全球市场规模 (亿元)	18
图 21 VR 游戏规模	18
图 22 2019 年初至今传媒板块表现落后于沪深 300 指数 (%)	20
图 23 传媒行业历史市盈率 (TTM, 整体法)	20

表

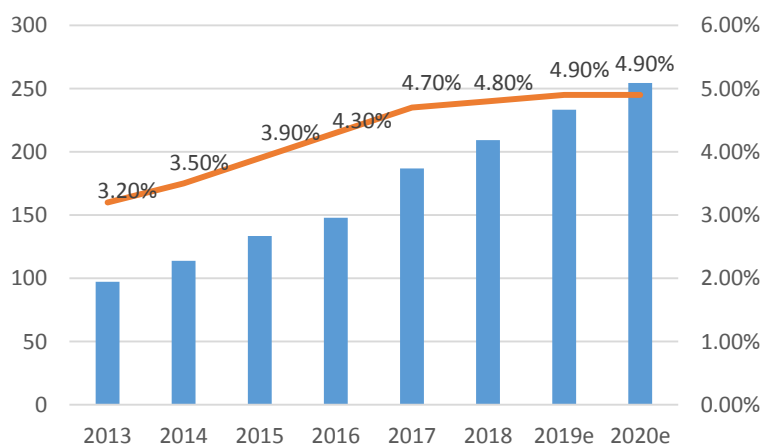
表 1 全国国产电视剧发行许可证颁发情况	4
表 2 2019 年重点影视公司剧目	4
表 3 2019 年三大网络平台部分重点剧目	5
表 4 腾讯 2019 年 (计划) 上线的头部手游	9
表 5 2G-5G 理论下载速率	17

## 一. 影视行业：娱乐消费稳中有升

### 1.1 付费用户规模持续提升，碎片化娱乐需求增多。

随着移动互联网的进一步普及和 5G 技术的推广，用户的碎片化娱乐需求得到满足，泛娱乐产业呈现玩法多元化趋势，生态化平台的整体协同能力和商业价值正在逐步凸显。短视频/直播、在线视频、小程序等细分赛道保持高速发展。新一代用户的版权和付费意识大幅提升，付费推动娱乐产业良性发展。包括腾讯、爱奇艺、哔哩哔哩等平台的付费用户规模在二季度继续保持增长。

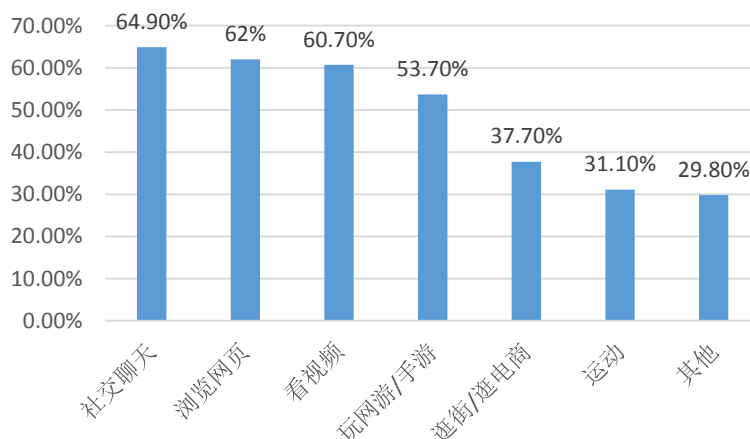
图 1 2013-2020 年中国居民人均娱乐消费（美元）



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

图 2 00/05 后消费者休闲时间主要娱乐方式

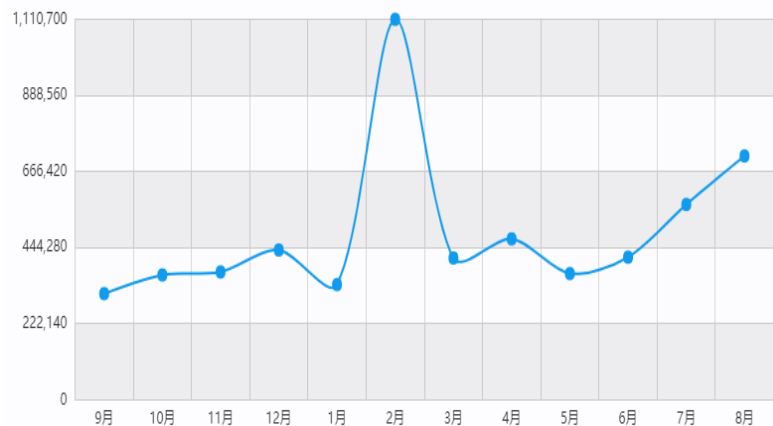


数据来源：企鹅调研平台 上海证券研究所

### 1.2 8月电影票房再次突破70亿。

截止到2019年8月26日,国内电影票房达439.99亿(含服务费)。8月电影票房突破70亿,其中《哪吒》单片贡献32亿以上。累计票房即将超过春节档上映的科幻片《流浪地球》,夺得年度票房冠军。上半年国内票房增速回落,但从目前暑期档数据来看,市场景气度有所回升。暑期档依靠《哪吒》、《烈火英雄》等影片的强势表现,预计将好于去年同期票房水平。9月即将到来的中秋和国庆档期,仍将有多部重磅影片上线,预计全年票房同比将有小幅增长。

图3 2018年9月-2019年8月26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8月26日月票房情况

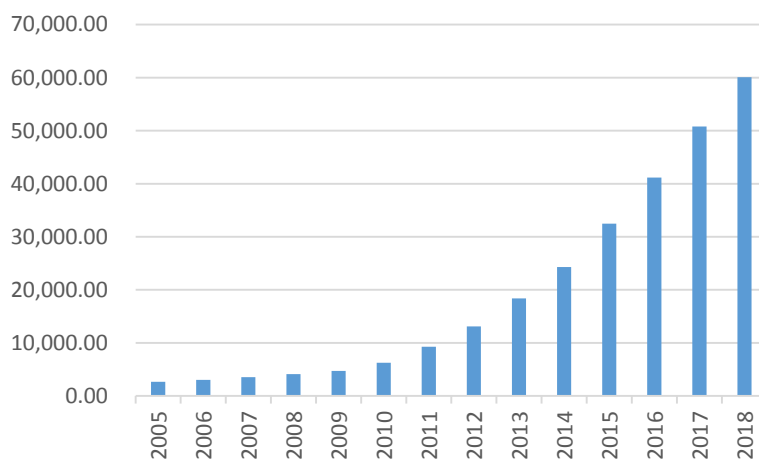
月份	单月票房(万)	(环比变化)	放映场次(环比变化)	观影人次(万)	(环比变化)	当月票房冠军	
2019年8月	712004	+24.83%	9700497	-10.64	19935	+23.97%	哪吒之魔童降世 本月 321262万 占45%
2019年7月	570357	+36.90%	10856128	+6.96	16081	+34.18%	哪吒之魔童降世 本月 129582万 占23%
2019年6月	416610	+12.94%	10149492	+5.73	11985	+24.24%	哥斯拉2: 怪兽之王 本月 76755万 占18%
2019年5月	368882	-21.52%	9599261	-1.21	9646	-13.83%	复仇者联盟4: 终局之战 本月 163211万 占44%
2019年4月	470043	+13.46%	9717066	-7.10	11195	-7.92%	复仇者联盟4: 终局之战 本月 260524万 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 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%

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，单银幕产出继续下滑。

截至 8 月 26 日，万达院线实现票房 59.70 亿元，以 14.65% 的占比排名第一，TOP3 院线票房占比 32.98%，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，很多新开业影厅的上座率偏低，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。未来影院扩张将需要考虑新影院的营收比。

图 5 2005-2018 年我国电影银幕数



数据来源：WIND 资讯 上海证券研究所

### 1.4 电视剧：总体产量下滑，精品化趋势明显。

2019 年 4-6 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 66 部 2791 集。现实题材剧目共计 44 部 1793 集，分别占总比例的 66.67%、64.24%。历史题材剧目共计 22 部 998 集，分别占总比例的 33.33%、35.76%。随着电视开机率下滑及广告收入减少，电视剧产量继续呈现下滑趋势。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。精品化趋势下，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
2019H	108	4600

数据来源：国家广播电影电视总局 上海证券研究所

2019 年三季度古装剧退热，现实题材、献礼剧扎堆播出的电视剧播出格局基本确定。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

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

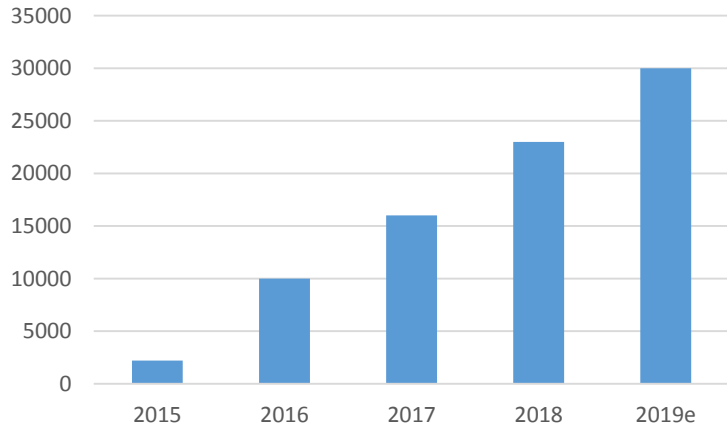
数据来源：犀牛娱乐 上市公司公告 上海证券研究所

### 1.5 在线视频：付费用户规模稳定增长。

2019 年各主流视频平台用户数保持稳定增长，会员服务收入的增长归因为优质内容，特别是原创爆款内容以及多样化的运营措施推动了订阅会员数量强劲增长。今年二季度以来，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，爱奇艺会员数达 1.005 亿，腾讯解禁破亿、芒果 TV 约 1400 万，哔哩哔哩月活人数 1.1 亿，付费人数呈现快速增长趋势。预计 2019 年市场规模将继续扩大，网络视频付费规模将达 646.8 亿元，付费用户规模将达 3 亿人。同

时用户对视频内容需求将更加多元化，市场将加速细分，进入精品化时代。

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

独家的优质内容仍是吸引付费会员的主要因素。从 2019 年各视频网站待播片单来看，依然储备了众多高质量的影视剧集，但受限于三季度环境，剧集有延期播出的可能。长期来看，会员独占的收看属性具有聚众和引爆内容的优势。更多视频网站将参与重磅剧集的直接投资，网台联动是未来影视剧行业重要的发展方向。

表 3 2019 年三大网络平台部分重点剧目

平台名称	剧目名称
优酷	白夜追凶 2、司藤、头条都是他、藏地密码、我不能恋爱的女朋友、强风吹拂、上锁的房间、民国少年侦探社、他看见你的声音、PTU 机动部队、天雷一部之春花秋月、等等啊我的青春、最动听的事、天醒之路、平妖传、青囊传、天坑鹰猎、长安十二时辰、平凡的荣耀
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



## 二. 游戏行业：新游助力国内市场回暖，海外开拓新品类

### 2.1 上半年国内游戏市场收入及用户规模增速双双回升

2019年上半年，国内游戏市场实现销售收入1163.1亿元，同比增长10.8%。其中，手游市场实现收入753.1亿元，同比增长18.8%。游戏市场整体以及手游市场增速均较去年同期有所好转。随着版号审批重开，新游市场表现逐渐活跃；厂商深耕细分领域，许多“小众玩法”被证实同样具备爆款游戏潜质；而《和平精英》的推出，则意味着“吃鸡”游戏的商业化道路被正式打通。多重因素共同发力，带动了游戏市场的回暖。

另外，在用户规模方面，上半年游戏市场用户达5.54亿人，增速回升到5%以上，为近三年来的新高。用户增速回升包含诸多原因：1、网民规模的持续增长，提高了用户基数，扩充了游戏用户来源；2、优质新游戏数量增长及新游戏品类扩张，吸引了更多玩家的关注；3、短视频等其他互联网平台的流量变现需求扩充了游戏分发及曝光渠道，促使更多非游戏用户转化为游戏用户。

图 7 中国游戏市场收入规模及增速（亿元）

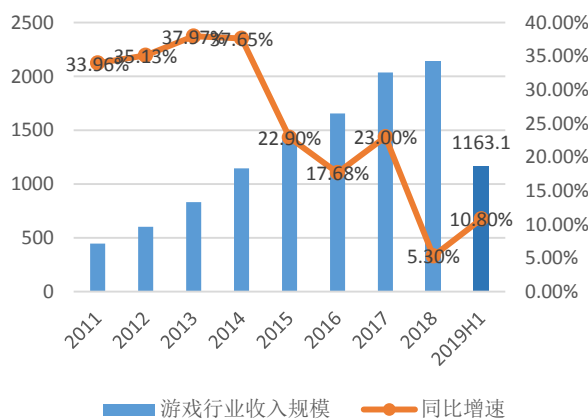
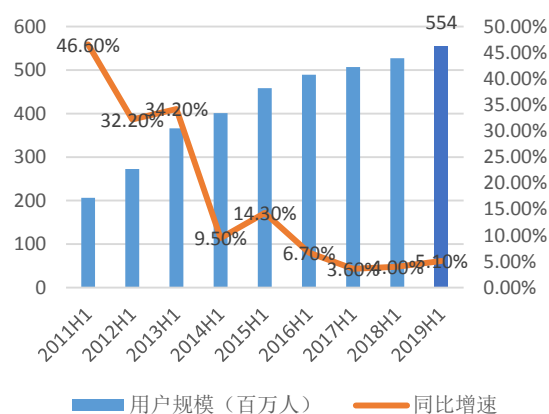


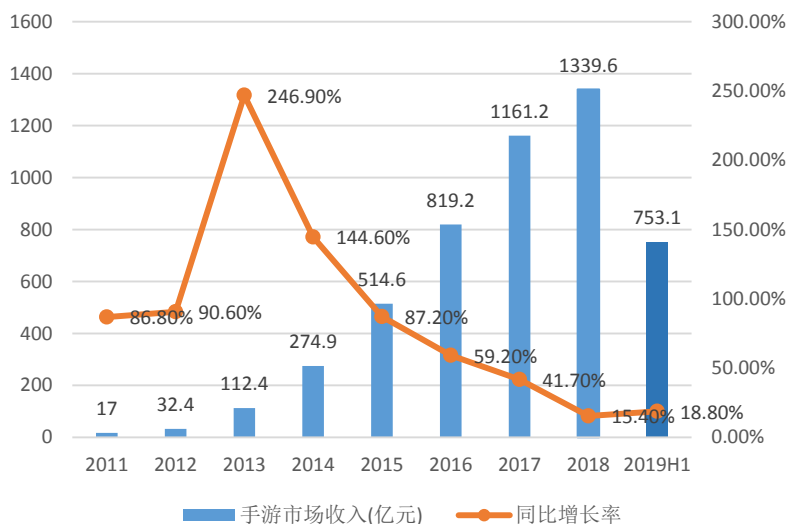
图 8 中国游戏市场用户规模及增速（百万人）



数据来源：GPC、CNG&IDC 上海证券研究所

数据来源：GPC、CNG&IDC 上海证券研究所

图 9 中国手机游戏市场收入规模及增速（亿元）



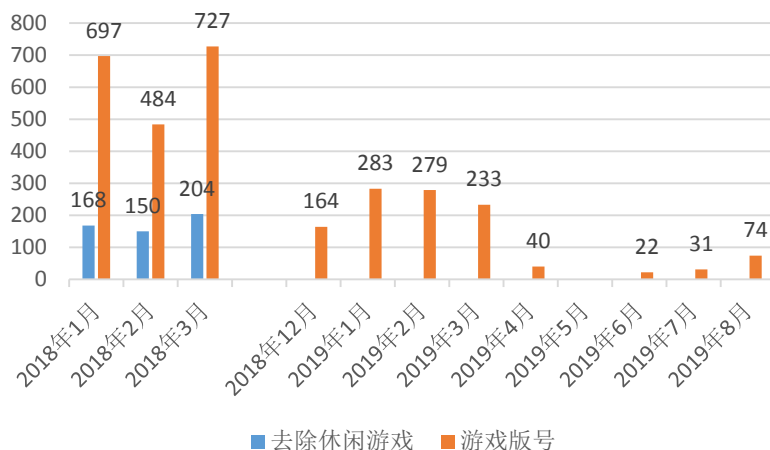
数据来源：GPC、CNG&IDC 上海证券研究所

## 2.2 版号审批恢复，新游市场明显回暖

我们认为，版号审批恢复对手游市场的刺激作用明显。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。版号停发对手游市场影响显著主要是因为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。

到了2018年底，游戏版号审批开始陆续恢复。年初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。从6月底开始，开始陆续有2019年提交申请并通过版号审核的游戏出现，但数量比较少。进入8月，版号发放速度重新提速，一方面是因为游戏厂商对新版号申请规范逐步了解，申报游戏数量有所增加，另一方面，此前一直处于暂停状态的休闲益智类游戏的版号审批工作正式重启，也是近期版号发放数量回升的重要原因之一。值得一提的是，棋牌类游戏的版号审批目前仍未放开，棋牌类游戏具体受监管收紧影响如何仍有待观察。版号审批恢复后，至今已有超过千款游戏获批，特别是在进入二季度以后，部分获批游戏的测试调优工作陆续完成，市场上新游戏的数量开始出现明显回升。

图 10 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

7月，恰逢暑期这个国内市场最重要的档期，新游戏集体发力带动了整体市场流水的大幅增加。据伽马数据测算，月流水 Top50 的手游当中，7月份上线的新游贡献的流水接近 30 亿元，同比增长超过 20%。7月手游流水 Top10 的游戏当中，仅《王者荣耀》、《梦幻西游》等 4 款游戏是 2018 年及以前发行的游戏，其余 6 款游戏均为年内上线的新游戏，新游占比大幅提高。其中，上线不足一月的《跑跑卡丁车》和《龙族幻想》，二季度成功实现商业化的《和平精英》以及一季度 MMORPG 市场的霸主《完美世界》都由腾讯负责发行，腾讯的流量优势及其核心工作室/部分合作伙伴高品质的游戏相结合，在这一波市场回暖中取得了 1+1>2 的效果。根据 SensorTower 预估的数据，我们统计了 iOS 渠道 7 月份腾讯发行的所有热门手游的流水总和，结果显示，腾讯发行的手游 7 月流水环比提升幅度接近 30%。

图 11 7 月手游流水 Top10

伽马数据游戏流水测算榜TOP10

排名	游戏名称	游戏类型	较6月排名变化
1	王者荣耀	MOBA类	-
2	和平精英	射击类	-
3	跑跑卡丁车官方竞速版	竞速类	new
4	梦幻西游	回合制RPG类	-
5	完美世界	MMORPG	-2
6	龙族幻想	MMORPG	new
7	明日方舟	策略类	-2
8	精灵盛典-奇迹MU正版授权	RPG	new
9	QQ炫舞	音舞类	+11
10	大话西游	回合制RPG类	+2

数据来源：QuestMobile 上海证券研究所

下半年，我们继续看好腾讯系游戏厂商表现。从腾讯公布的产品线上看，腾讯有望在 Q3 上线，并且具备一定爆款潜质的游戏包括《我的起源》、《食物语》；从内侧进度看，有望于年内上线的重点游戏还包括《天涯明月刀》、《剑侠情缘 2》、《妖狐小红娘》、《一人之下》等游戏；长远来看，DNF、LOL 的手游化计划已经确定，这两款国内端游市场的霸主一旦手游化成功，必将带动公司游戏业务业绩再创新高。DNF 手游曾于年初进行了首轮内测，不排除游戏在年底上线的可能。完美世界、盛趣游戏、西山居等与腾讯的合作关系紧密，下半年也各有游戏产品计划上线，有望为公司带来更多的业绩增量。

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
使命召唤	2019.6	自研	仅国际服上线, 动视暴雪合作项目
跑跑卡丁车	2019.7	授权研发	与世纪天成联合运营
龙族幻想	2019.7	祖龙娱乐	顶级网文 IP
我的起源	2019.9	完美世界	Taptap 评分 9.0
食物语	2019.9	天梯互娱	Taptap 评分 9.4
龙之谷世界	2019	盛趣游戏	头部端游改编
地下城与勇士 M	2019	自研	顶级端游 DNF 改编
剑侠情缘 2: 剑歌行	2019	西山居	武侠 MMO
一人之下	2019	自研	顶级国漫 IP
天涯明月刀	2019	自研	武侠 MMO

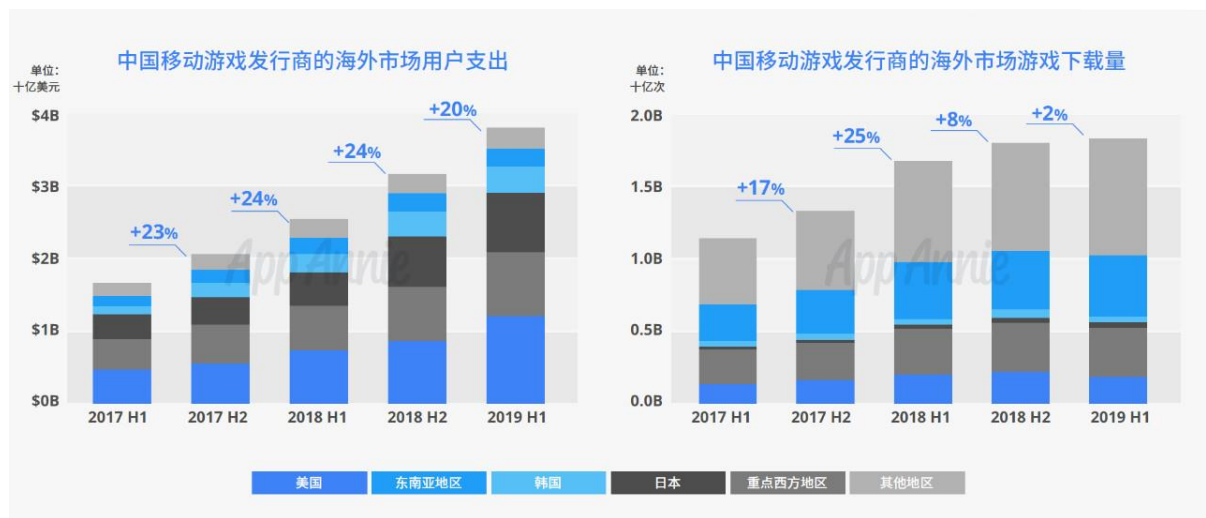
数据来源：各游戏官网、Taptap、Appannie 上海证券研究所

### 2.3 手游出海：在深耕优势领域的同时扩张新品类

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。

分区域市场看，国内手游出海收入表现最佳的分别是美、日市场，尤其是在 2018 年之后，中国手游在当地的收入开始出现显著增长。出海收入扩张得益于游戏品类扩张及深耕优势领域两大因素。

图 12 中国移动游戏发行商海外市场表现



数据来源: Appannie、Google、上海证券研究所

从出海游戏的细分品类来看，腾讯、网易通过“吃鸡”游戏打开了日美市场，使得两家公司在海外的业务收入迅速扩张，2019H1，腾讯、网易分别晋升国产手游出海收入 Top2、Top4。而其他海外业务收入较高的如 Funplus、IGG、莉莉丝等公司均将 SLG 游戏作为基本盘，通过玩法、画面的微创新来拓展海外市场。这两类游戏的稳健表现是国内手游公司在海外份额稳步提升的基石，而增量则来自于更小的细分品类。从上半年的产品表现看，表现突出的新游戏一类以 SLG 玩法为基础，更引入了黑道、宫廷等新的题材，如有塔游戏《黑道风云》、创酷互动《叫我官老爷》等，进一步拓展了 SLG 游戏的受众边界；另一类如紫龙游戏《梦幻模拟战》，验证了国产战棋类游戏具备第一流的质量，足够在战棋游戏的传统强国日本、韩国开疆拓土。

图 13 2019H1 中国手游出海公司收入 Top15

**2019 年上半年主要中国公司**  
(按海外游戏用户支出排名)

排名	公司	热门游戏
1	FunPlus	 《Guns of Glory》
2	网易	 《荒野行动》
3	IGG	 《王国纪元》
4	腾讯	 《绝地求生》
5	莉莉丝游戏	 《万国觉醒》
6	友塔游戏	 《黑道风云》
7	龙创悦动	 《Last Shelter: Survival》
8	智明星通	 《列王的纷争》
9	创酷互动	 《Be The King》
10	DH Games	 《Idle Heroes》
11	Moonton	 《Mobile Legends: Bang bang》
12	三七互娱	 《The Epoch of Eternity》
13	紫龙游戏	 《Langrisser》
14	Onemt	 《Revenge of Sultans》
15	梦加网络	 《苏丹的游戏》

数据来源: Appannie 上海证券研究所

图 14 2019H1 中国手游出海收入 Top15

### 2019 年上半年热门中国游戏 (按海外游戏用户支出排名)

排名	App	公司	类别
1	 《绝地求生》	腾讯	动作
2	 《王国纪元》	IGG	策略
3	 《荒野行动》	网易	冒险
4	 《Guns of Glory》	FunPlus	策略
5	 《黑道风云》	友塔游戏	策略
6	 《万国觉醒》	莉莉丝游戏	策略
7	 《阿瓦隆之王：龙之战役》	FunPlus	策略
8	 《Last Shelter: Survival》	龙创悦动	策略
9	 《Be The King》	创酷互动	角色扮演
10	 《Idle Heroes》	DH Games	角色扮演
11	 《列王的纷争》	智明星通	策略
12	 《Mobile Legends: Bang bang》	Moonton	动作
13	 《苏丹的游戏》	梦加网络	角色扮演
14	 《Shin Sangokushi》	Black Beard Game	策略
15	 《Langrisser》	GameBeans	角色扮演

数据来源：Appannie 上海证券研究所

## 三. 出版行业：线上渠道保持较高增速，看好教材

### 教辅市场复苏

#### 3.1 图书零售市场整体表现稳健，线上渠道维持较高增速

2019 上半年整个图书零售市场同比上升 10.82%，继续保持两位数的增长。网店渠道尽管增速有所放缓，但继续保持较高速增长，同比增长 24.19%。实体店渠道继续呈现负增长态势，同比下滑 11.72%。

实体店渠道零售码洋退坡受主题出版物销量回落影响显著。2017 年 10 月，十九大召开后图书市场上陆续推出了一批与十九大关联的读物，如《习近平谈治国理政》等，这些书在 2018 年销售火爆，受此影响，马列、政策性读物、法律法规等社科类读物在 2018 年实现了较高的增速。在 2019 年上半年，上述政策性读物及主题出版物在经过一年多的热销后，销量有部分回落，而市场上缺乏新的能达到同等量级的主题出版物，难以再支撑这些细分类的发展，反

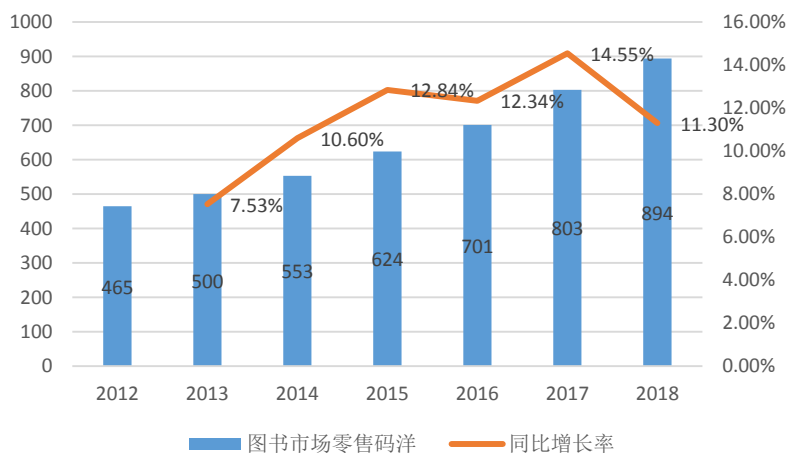
而由于去年同期的超高增速导致今年上半年市场呈现明显的负增长。

网店渠道始终保持快速增长的态势，增速仍维持在20%以上。不过，网店的高折扣率现象较为显著，2019上半年网店渠道折扣约为6折，各大出版社主动或被动参与网店的促销现象较为普遍，而折扣导致的实际收入的损失多数由网店及出版社双方共同承担，因此相关主体实际收入的增长普遍不及码洋增长。

当然，网店较为普遍的折扣活动客观上确实带动了如少儿类图书等以网店为主要零售渠道的细分品类图书的销量增长。少儿类图书在2019H1图书零售市场上的码洋比重上升到27.38%，较去年同期增长了1.22个百分点，仍然是零售市场码洋占比最高的细分品类。

新书市场表现平平。2019H1图书零售市场新书品种数为9.09万种，新书品种数较去年同期下降6.22%，呈持续收缩态势。不过，从新书的码洋贡献率来看，新书码洋贡献率较去年同期有小幅上升，主要受头部新书单册码洋的提升而带动。而从头部畅销榜单的变化来看，新书的影响力仍然较为弱势，今年上半年无新书进入到畅销书前10名。

图 15 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

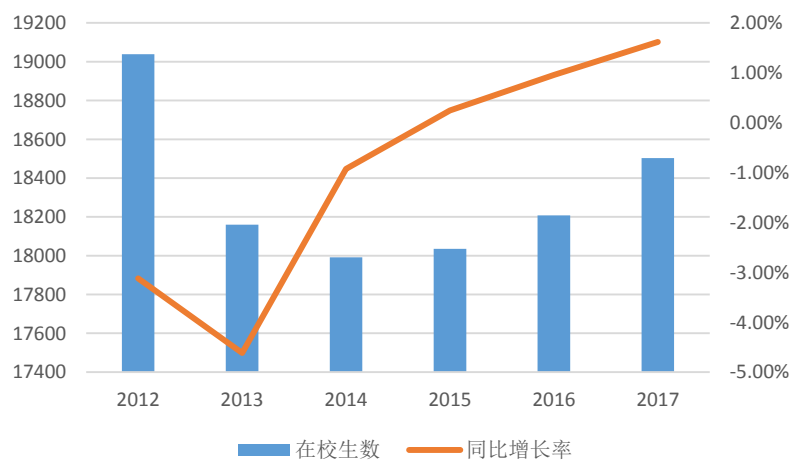


于历史低点。经过一年多的整顿期，本次整改所带来的政策影响已得到基本消化，低基数下教材教辅行业景气度有望重新回暖，如中南传媒等受整改影响较大的公司业绩有望得到修复。

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。

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

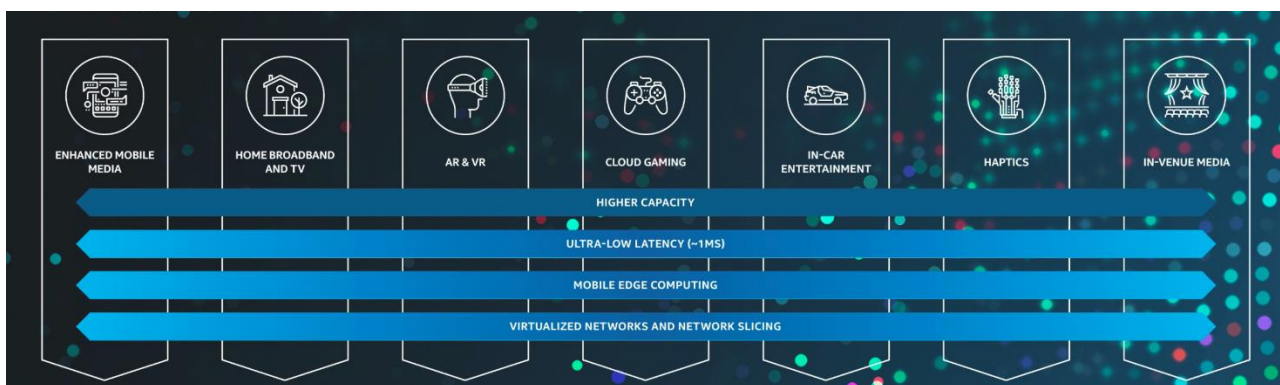
## 四.5G 时代展望，科技推进文化娱乐方式升级

### 4.1 5G 将推动文化娱乐产业升级，视频流及沉浸式体验受益较大

数字科技将推动文化娱乐产业升级。回顾过去 4G 技术推出初期，没有人能够准确预见当今移动互联网蓬勃发展的准确样子，但我们

现在却能够清楚地看到，4G 孕育了包括在线视频、在线音乐、手机游戏、直播等一系列新兴产业，重构了移动互联网的整体格局，使得居民的娱乐习惯出现了翻天覆地的改变。而现在，我们正处于 5G 时代的前夕：5G 已经完成了标准制定、技术研发等前期准备，频谱分配基本完成，目前开始进入基础网络设施的建设阶段。而第一批 5G 硬件设备也即将进入市场，可以预见，到 2020-2021 年左右，随着 5G 网络完成基本区域覆盖，5G 硬件设备保有量达到一定水平后，5G 应用的第一波发展高潮即将来临，包括文化娱乐行业在内的多个行业或将迎来新一轮发展机遇期。当下，我们无法准确地预见 5G 时代文化娱乐产业的全貌，但部分细分领域由于能够更好地贴合 5G 高速率、低延时、可靠性高的特征，从而受到了更多的市场关注。根据 Ovum&Intel 《5G 娱乐经济报告》，预测 5G 将加速内容消费，包括移动媒体，移动广告，家庭宽带和电视，以及改善各种新的沉浸式和互动技术的体验，释放增强现实，虚拟现实和新媒体的全部潜力。报告还认为，视频流是 5G 时代显著受益的行业之一，预计每个 5G 用户的平均每月流量将从 2019 年的 11.7GB 增长到 2028 年的每月 84.4GB，届时视频将占有所有 5G 流量的 90%，各种娱乐方式或将通过视频流化实现进一步发展。此外，以 VR/AR 为代表的互动式沉浸式体验将在 5G 网络环境下真正实现，VR/AR 的发展也可能为内容制作者提供一个全新的渠道来吸引消费者，扩大消费者消费规模。

图 17 文化娱乐产业 5G 时代受益的细分领域

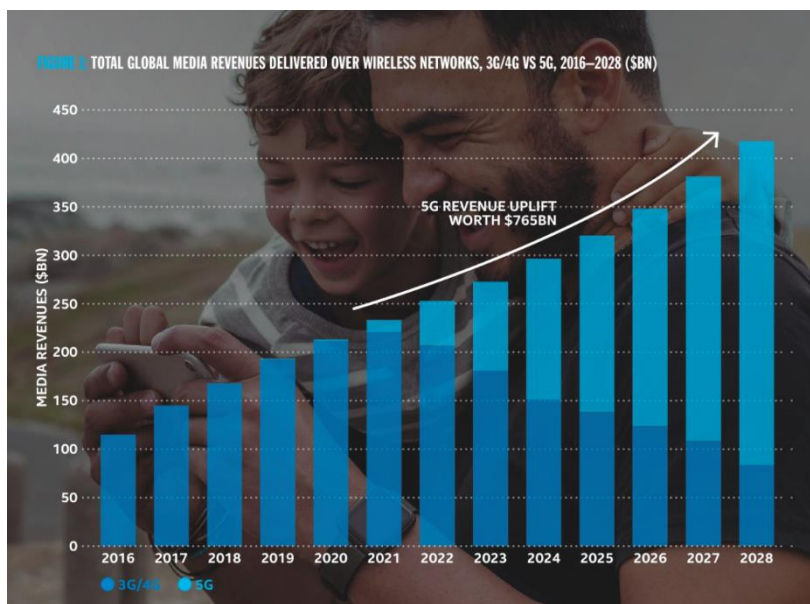


数据来源：Ovum&Intel 《5G 娱乐经济报告》 上海证券研究所

报告还认为，到基于 5G 的应用占据文化娱乐产业的绝大部分份额需要经过约 10 年的发展。预计到 2022 年，5G 为传媒产业带来的营收有望增加到 470 亿美元，在无线网络所带来整体营收中所占比重会提升到 18.5%；而最早在 2025 年，传媒产业来自 5G 网络和 5G 设备上的收入，在其无线收入中的比重就将超过 50%，预计会

达到 57%，而报告预计 2025 年全球传媒业来自无线网络方面的营收为 3210 亿美元，57%也就是其中的 1830 亿美元。随着时间的推移，5G 为传媒所带来的营收还会进一步增加，到 2028 年，5G 将会为传媒产业带来 3350 亿美元的营收，在无线所带来营收中的比重会提升到 79.9%。

图 18 文化娱乐产业中基于 5G 的收入规模



数据来源: Ovum&Intel 《5G 娱乐经济报告》 上海证券研究所

## 4.2 视频&5G：超高清引领内容升级，赛事直播效果或显著提升

在 4G 的网络环境下，网络视频已经能够基本支持 1080P 清晰度的视频。当然，正常情况下，我们需要使用较高的压缩率来实现高清视频的传输。一方面，较高的压缩率对硬件、软件的编解码水平提出了较高的要求；另一方面，高压压缩率的有损压缩会丢失部分关键数据，从而使得部分高清视频（常见于各大在线视频网站）实际上并不一定能够提供顶尖的画面表现。可以说，由于带宽不足，在 4G 的网络环境下，应对 1080P 清晰度的视频已经有些捉襟见肘。而随着超大屏的折叠屏手机的推出，以及手机/平板的屏幕分辨率的不断提升，在未来，即使是在移动设备上，4K 或更高清晰度的视频内容才能够充分发挥硬件的高配置，提供接近最佳的视听体验。更何况，未来在使用无线网络连接高清电视等大屏幕时（投屏等功能），则会对视频清晰度提出更高的要求。5G 网络的带宽较 4G 有着显著提升。未来 5G 网络的理论最大效果高达 10Gbps，是现行 4G 网络

的约 100 倍。假设实际网速与理论最大网速的差距与 4G 网络相当，那么 5G 环境下的实际带宽最终能达到 1-2Gbps，而短期内受制于 5G 基站建设尚不完备，5G 网络的实际带宽可能维持在几百 Mbps 的水平，是 4G 时代实际传输速率的十倍以上，能够轻松支持 4K 乃至 8K 的视频内容。而对于视频直播，则可以采用高速低压缩率的视频编码，从而降低直播延时，增强画面稳定性，而这一点对于高清体育赛事直播十分重要。

表 5 2G-5G 理论下载速率

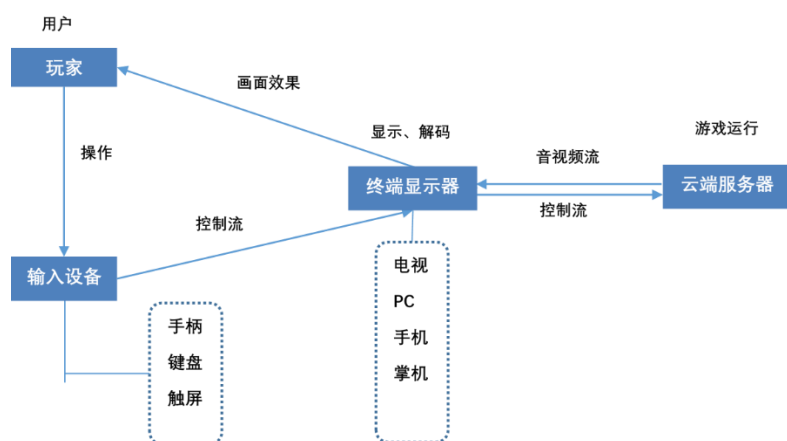
通信技术	理论最大下载速度
2G	150Kbps
3G	1-6Mbps
4G	10-100Mbps
5G	10Gbps

数据来源：新浪科技 上海证券研究所

### 4.3 游戏&5G：5G 将促进云游戏突破关键技术瓶颈

云游戏（Cloud gaming）是一种以云计算为基础的在线游戏方式。在云游戏模式下，游戏的存储、运算、画面渲染等完全在云端服务器上执行，并由云端服务器将渲染完毕后的游戏画面经压缩后，通过网络传递给用户。在云游戏模式下，用户无需事先下载、安装游戏，也无需考虑本地硬件是否具备足够的运算能力，任何一款能够播放在线视频的设备，都可以体验到云游戏的乐趣。

图 19 云游戏运行流程



数据来源：上海证券研究所

云游戏降低了游戏对于硬件的依赖。试想一下，在未来有这样一款 app，它可以运行在你手边的任意一款电子设备，却既不需要你有太高的硬件配置，也不需要占用几十个 G 的内存，只需要你能够在稳

定的网络环境下流畅地播放视频，你就可以在这个平台上玩手机、PC 乃至主机平台上的任意一款游戏，从 90 年代的经典之作到最新发售的 3A 大作。这，就是云游戏最大的魅力所在。此外，对于 PC、主机游戏而言，云游戏降低了用户的初始硬件购置成本；对于竞技游戏而言，云游戏还杜绝了外挂的存在。这些优点的存在使得游戏行业纷纷看好云游戏的发展前景。

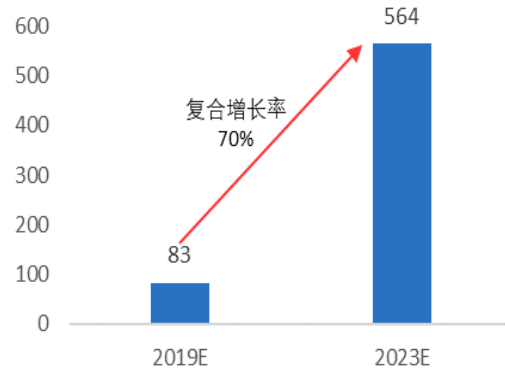
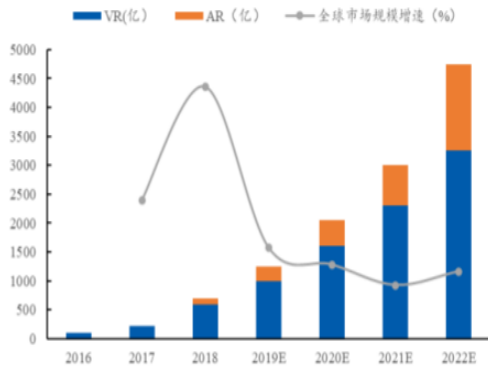
从技术的角度上看，云游戏目前仍面临着两重瓶颈，带宽及延时。目前主流的云游戏平台要求 25Mbps 以上的带宽来支持高清云游戏体验，4G 网络环境下只有在较为理想的外部环境下才能达到这一传输速度，而 5G 网络远超 4G 的带宽使得制约云游戏发展的带宽因素不再是问题。而在延时方面，预计 5G 时代下云游戏仍然至少存在 100-150ms 左右的输入延时(从输入到游戏画面变化的时间差)，这一延时范围与普通安卓手机玩游戏产生的输入延时相差不大。我们认为，排除电子竞技比赛等极端情况，云游戏在 5G 时代能够较好地适配各类游戏，包括 FPS 等对画面即时性要求较高的游戏。而云游戏排除外挂的特征可能促使部分游戏厂商将游戏整体上云，从而保证游戏环境的公平性。

#### 4.4 VR/AR&5G：未来或实现沉浸感及便携性的两全其美

2018 年全球虚拟现实市场规模超过 700 亿元人民币，同比增长 126%，其中 VR 整体市场超过 600 亿，AR 整体市场超过 100 亿，根据 Greenlight 预测，预计 2020 年全球虚拟（增强）现实产业规模将超过 2000 亿元，其中 VR 市场 1600 亿元，AR 市场 450 亿元。预计未来 5 年全球虚拟（增强）现实产业规模年均复合增长率超过 70%。2018 年中国 VR 产业规模破 100 亿，占全球虚拟（增强）现实产业规模的 14%，硬件收入占比约 70%，软件收入占比 30%。在软件应用层面上，目前 VR/AR 市场贡献的主要来源是游戏。根据 Juniper research 预测，2019 年全球 VR 游戏收入预计 83 亿元。AR 游戏则受益于《Pokemon Go》、《一起来捉妖》等 LBS+轻度 AR 手游的火爆，市场规模或超过 VR 游戏。

图 20 VR/AR 全球市场规模（亿元）

图 21 VR 游戏规模



数据来源：虚拟现实白皮书 2018 上海证券研究所

数据来源：Jupiter Research 上海证券研究所

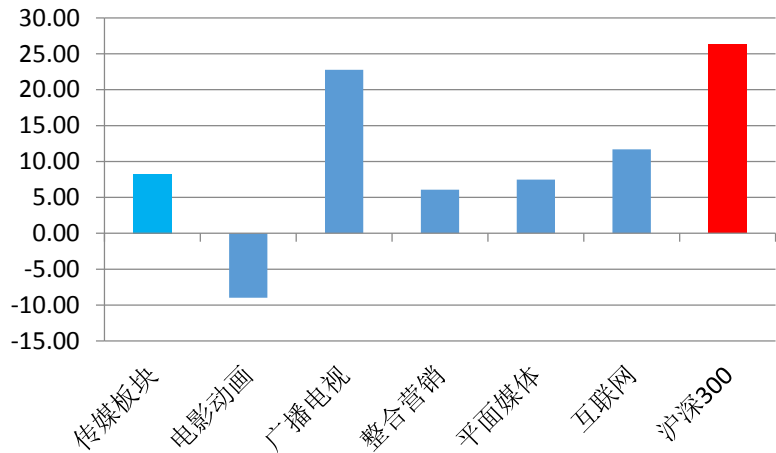
VR 游戏发展多年仍未迎来爆发主要是因为游戏沉浸感始终未能达标以及伴随而来的晕眩感等不良体验。广角+单眼 4K\*2 被认为是可以实现 VR 游戏良好体验的基础。目前，绝大多数 VR 设备都未能达到这一标准，即使是部分配置相对接近的设备，沉重的头戴设备以及有线连接不便行动的缺点更是进一步影响了游戏体验。5G 时代来临后，短期来看，高清内容的增加有望加速高分辨率 VR 基础设备的普及（VR 眼镜/一体机等）。而长远来看，当 5G 网络建设不断完善，5G 网络的实际速率逐步接近 5G 理论速率，网络稳定性也达到较高水平后，使用 5G 无线网络连接 VR 主机及头戴设备或者直接以云 VR 的模式运行游戏也是有可能的，到了那时，VR 将实现沉浸感及便携性的两全其美，进而有望在多个领域得到广泛应用。而对于 AR 乃至 MR 内容，在使用头戴设备时，也只有当沉浸感及便携性均达到较高水准时，才可能取得良好的使用体验。

## 五. 行业表现及估值

### 5.1 年初至今板块表现差于沪深 300 指数。

今年传媒板块整体呈现普涨行情，截止到 8 月 26 日，板块整体上涨幅度为 8.29%，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 22.78%、11.70%、7.47%、6.08%、-8.97%，传媒板块整体表现差于沪深 300 指数，同期沪深 300 指数上涨 26.28%。

图 22 2019 年初至今传媒板块表现落后于沪深 300 指数 (%)



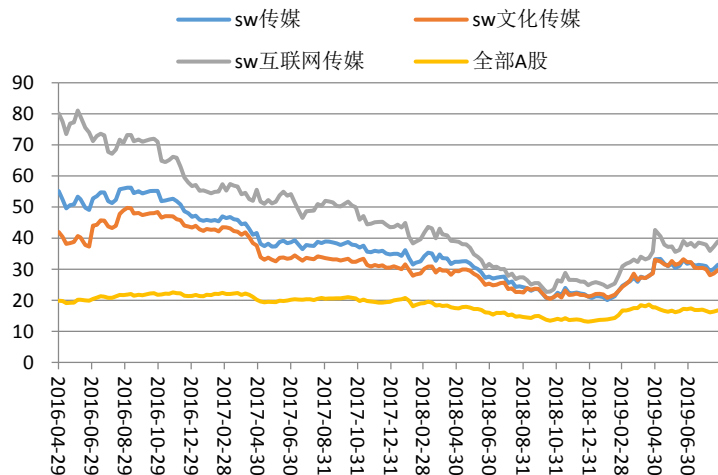
数据来源: WIND 资讯 上海证券研究所

### 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 31.69 倍, 板块估值仍处于低位区间。sw 文化传媒及 sw 互联网传媒两大细分板块的估值分别为 29.96 倍、39.17 倍, 虽然较年初有了显著提升, 但仍处于低位区间。

从 sw 传媒指数与 A 股整体估值水平的偏离度看, 最高值出现在 2016 年的 2.77 倍, 低点出现在 2019 年 2 月的 1.45 倍, 目前与 A 股的偏离度为 1.89 倍, 从相对估值水平看, 随着 2016 年以来传媒板块的大幅回调, 板块的相对估值水平已大幅回落。由于文化娱乐行业处于快速发展期, 考虑到电影与游戏等主要板块持续稳健发展, 未能 5G 赋能行业以新的增长点, 我们维持文化娱乐行业“增持”评级。

图 23 传媒行业历史市盈率(TTM, 整体法)



数据来源: Wind 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 0.26 元和 0.30 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》、《不思议迷宫》、《地下城堡 2》、《原力守护者》、《奇葩战斗家》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 12.45 元和 14.45 元, 给予公司“增持”评级。

**三七互娱:** 公司转型手游多年成绩斐然, 在 ARPG 领域具备较强优势。年内推出的《一刀传世》、《斗罗大陆》、《精灵盛典》成绩斐然, 进入稳定运营周期后公司利润有望进一步释放。预计公司 2019-2020 年每股收益为 0.88 元、1.10 元, 给予“增持”评级。

**宝通科技:** 公司专注于手游出海。在东南亚、韩国等地区具备较强的本土化发行能力。今年开拓全球化发行业务, 下半年有多款头部游戏计划上线。预计公司 2019-2020 年每股 EPS 分别为 0.95 元、1.16 元, 给予“增持”评级。

## 七. 风险提示

1. 相关行业发展政策落实情况低于预期。
2. 电影票房增长未达预期。
3. 游戏行业市场竞争加剧。
4. 5G 技术普及速度不及预期。



## 分析师承诺

滕文飞 胡纯青

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

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

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

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

行业投资评级：

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

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

投资评级说明：

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

## 免责条款

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

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

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和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。