

增持

——维持

证券研究报告 / 行业研究 / 年度策略

日期：2019年11月20日

行业：传媒行业



分析师：滕文飞

Tel: 021-53686151

E-mail: tengwenfei@shzq.com

SAC 证书编号：S0870510120025

分析师：胡纯青

Tel: 021-53686150

E-mail: huchunqing@shzq.com

SAC 证书编号：S0870518110001

行业调整渐进尾声 5G 带动影游娱乐升级

——2020 年文化娱乐行业投资策略

■ 主要观点：

文娱内容减量提质，付费用户规模持续增长。

今年泛娱乐产业整体发展平稳，前三季度人均教育文化娱乐消费支出 1766 元，增长 13.5%。受益于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，生态化平台的整体协同能力和商业价值正在逐步凸显。细分领域热点不断，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愿大幅提升，腾讯、爱奇艺、哔哩哔哩等平台的付费用户规模继续保持增长。

5G 网络、超高清等新技术将带动影游娱乐升级。

随着 5G 网络的建设普及，4K/8K 高清视频、AR/VR、云游戏等移动互联网大流量类消费级应用将陆续落地。超高清视频是继视频数字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，用户数达到 2 亿。云游戏将对游戏产业的竞争格局产生重要影响。

手游在国内外市场表现良好，未来 5G 将逐步带动产业发展。

版号审批恢复常态化，上半年国内手游市场回暖，精品化趋势显著。手游出海持续扩张，在海外市场的市场份额扩张至约 20%。部分出海明星游戏版号落地，或将成为 2020 年国内手游市场重要推动力。5G 将逐步提升行业空间，短期内有助于提升大包体手游的下载转化率，长期云游戏、VR/AR 游戏潜力巨大。

■ 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、华策影视、吉比特、完美世界、游族网络、宝通科技。

■ 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 网络推广进程低于预期。

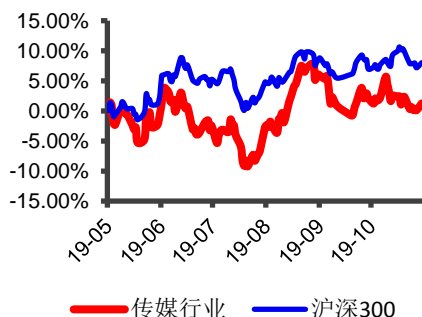
■ 数据预测与估值：

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	10.25	0.47	0.41	0.45	21.90	25.11	22.78	3.21	谨慎增持
华策影视	300133	7.13	0.12	0.14	0.25	59.26	49.58	28.52	1.80	谨慎增持
吉比特	603444	308	10.1	12.5	14.5	30.62	24.74	21.31	7.56	增持
完美世界	002624	33.64	1.32	1.69	1.94	25.48	19.91	17.34	4.90	增持
游族网络	002174	16.9	1.15	1.28	1.53	14.70	13.20	11.05	3.17	增持
宝通科技	300031	12.31	0.68	0.95	1.16	18.10	12.96	10.61	2.02	增持

资料来源：上海证券研究所；股价数据为 2019 年 11 月 19 日收盘价

最近 6 个月行业指数与沪深 300 指数比较



报告编号：TWF19-QIT05

重要提示：请务必阅读尾页分析师承诺和免责条款。

目 录

一. 影视娱乐：内容精品化 付费规模化	1
1.1 文娱消费支出平稳增长。	1
1.2 1-11 月电影票房同比增长 5.7%。	2
1.3 院线行业：等待业绩拐点。	3
1.4 电视剧：发行数量萎缩 精品化趋势明显。	4
1.5 在线视频：各平台付费用户规模持续增长。	6
二. 游戏行业：立足移动端，展望云端	7
2.1 回顾 2019：版号审批常态化，游戏市场逐步回暖	7
2.2 放眼海外：手游出海成绩斐然，出海爆款将陆续回国	11
2.3 展望 2020：步步为营，5G 将逐步赋能游戏产业	14
2.3.1 流量资费降低，或带动精品游戏下载转化率提升	14
2.3.2 云游戏平台快速推进，内容提供商积极响应	16
2.3.3 VR/AR 开启新一轮设备升级，未来发展潜力巨大	18
三. 行业表现及估值	19
3.1 年初至今板块表现落后于沪深 300 指数。	19
3.2 相对估值水平处在低位区间。	20
四. 重点关注公司	20
五. 风险提示	21

图

图 1 2019 年前三季度中国居民消费 (元)	1
图 2 2017 年 9 月-2019 年 9 月中国移动互联网用户规模.....	2
图 3 2019 年 9 月中国网民月度上网时长.....	2
图 4 2018 年 12 月-2019 年 11 月 18 日国内月度票房 (万元)	3
图 5 截止到 2019 年 11 月 18 日月票房情况.....	3
图 6 2005-2018 年我国电影银幕数.....	4
图 7 2015-2019 年在线视频行业付费用户规模.....	6
图 8 近期版号发放数量.....	8
图 9 中国游戏市场收入规模及增速 (亿元)	9
图 10 中国游戏市场用户规模及增速 (百万人)	9
图 11 中国手机游戏市场收入规模及增速 (亿元)	9
图 12 新游首月流水进入畅销榜 Top30 的游戏数量	10
图 13 中国移动游戏发行商海外市场表现.....	12
图 14 2019H1 中国手游出海公司收入 Top15	13
图 15 2019H1 中国手游出海收入 Top15	13
图 16 游戏安装包每减少 10mb, 下载转化率增加%(限 100mb 以下包体)	15
图 17 云游戏运行流程.....	16
图 18 VR/AR 全球市场规模 (亿元)	18
图 19 VR 游戏规模.....	18
图 20 2019 年初至今传媒板块表现落后于沪深 300 指数 (%)	19
图 21 传播与文化产业历史市盈率(TTM, 整体法)	20

表

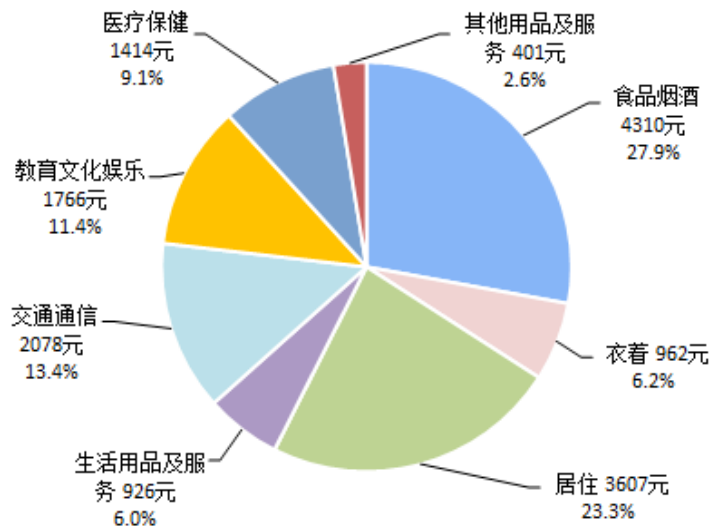
表 1 全国国产电视剧发行许可证颁发情况.....	5
表 2 2020 年重点影视公司剧目.....	5
表 3 2020 年三大网络平台部分重点剧目	7
表 4 腾讯 2019 年 (计划) 上线的头部手游.....	10
表 5 现行移动 4G、5G 套餐资费及速率差异.....	15
表 6 海外主要云游戏平台概况.....	17

一. 影视娱乐：内容精品化 付费规模化

1.1 文娱消费支出平稳增长。

今年以来，泛娱乐产业继续呈现需求多元化趋势，行业整体发展平稳，前三季度人均教育文化娱乐消费支出 1766 元，增长 13.5%，占人均消费支出的比重为 11.4%。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。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继续保持增长。

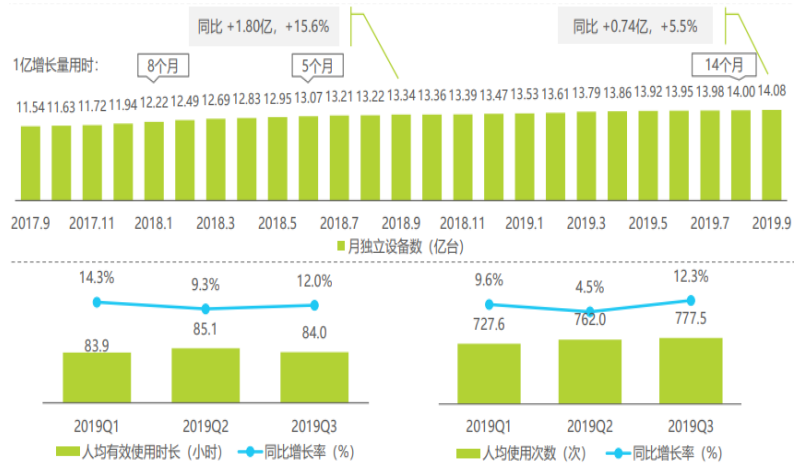
图 1 2019 年前三季度中国居民消费（元）



数据来源：国家统计局 上海证券研究所

在经过了多年的快速增长之后，移动互联网流量增速开始放缓，在 2019 年 8 月突破 14 亿独立设备数，从 13 亿到 14 亿，用时 14 个月，比上个 1 亿增长量多用时 9 个月。在用户使用时长方面也呈现增长乏力情况，用户注意力开始变得分散。在 PC 端方面，互联网覆盖人数持续减少，截至 2019 年 9 月，PC 月覆盖人数跌出 5 亿。

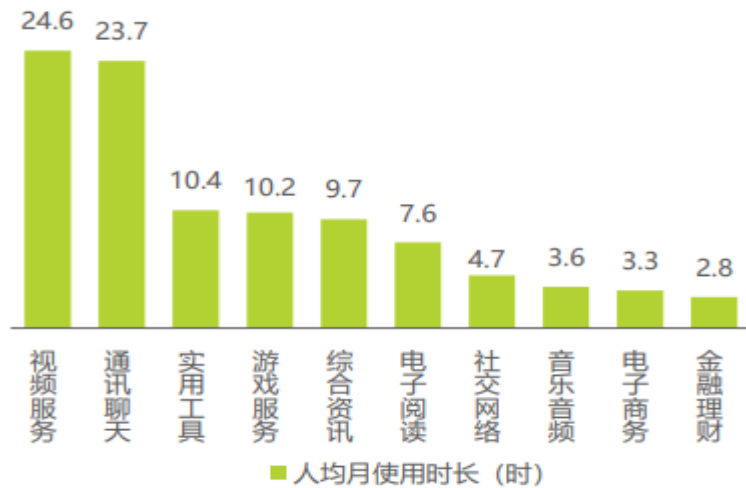
图 2 2017 年 9 月-2019 年 9 月中国移动互联网用户规模



数据来源: iUserTracker 艾瑞咨询 上海证券研究所

用户需求增长集中在视频服务、通讯聊天、休闲娱乐等领域。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。细分领域中，手机游戏、游戏直播付费用户占比超过 30%，在线视频付费占比 20%，巨大的用户基数带来付费市场规模的上升。

图 3 2019 年 9 月中国网民月度上网时长

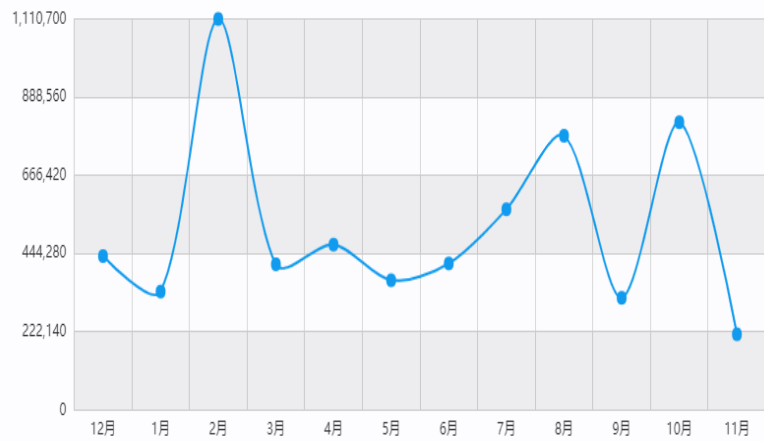


数据来源: iUserTracker 艾瑞咨询 上海证券研究所

1.2 1-11 月电影票房同比增长 5.7%。

截至 2019 年 11 月 18 日，国内电影票房 582.17 亿元（含服务费），同比增长 5.7%。8 月电影票房突破 70 亿，其中《哪吒》单片贡献 33 亿以上。上半年国内票房增速回落，暑期档依靠《哪吒》、《烈火英雄》等影片的强势表现，好于去年同期票房水平。国庆档期，依靠《我和我的祖国》、《中国机长》等重磅影片，观影人次及当月票房都有大幅增长。预计全年票房涨幅在 5% 左右。

图 4 2018 年 12 月-2019 年 11 月 18 日国内月度票房 (万元)



数据来源: 艺恩咨询 上海证券研究所

图 5 截止到 2019 年 11 月 18 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11月	215596	-73.63%	5584435	-46.31	6277	-71.76%	少年的你 本月 63528万 占29%
2019年10月	817465	+156.23%	10400754	-0.27	22226	+141.17%	我和我的祖国 本月 256140万 占31%
2019年9月	319033	-59.05%	10429046	-9.06	9216	-57.76%	诛仙 I 本月 40175万 占13%
2019年8月	779080	+36.60%	11468339	+5.64	21816	+35.66%	哪吒之魔童降世 本月 338035万 占43%
2019年7月	570357	+36.90%	10855912	+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%	10149276	+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%	9599022	-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%	9716887	-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%	10459478	-0.35	12158	-53.51%	惊奇队长 本月 102021万 占25%
2019年2月	1110670	+229.74%	10496420	+0.60	26151	+170.72%	流浪地球 本月 444942万 占40%
2019年1月	336830	-23.02%	10433909	+7.41	9660	-22.17%	大黄蜂 本月 110586万 占33%
2018年12月	437553	+17.11%	9713916	+0.12	12412	+15.14%	海王 本月 185218万 占42%

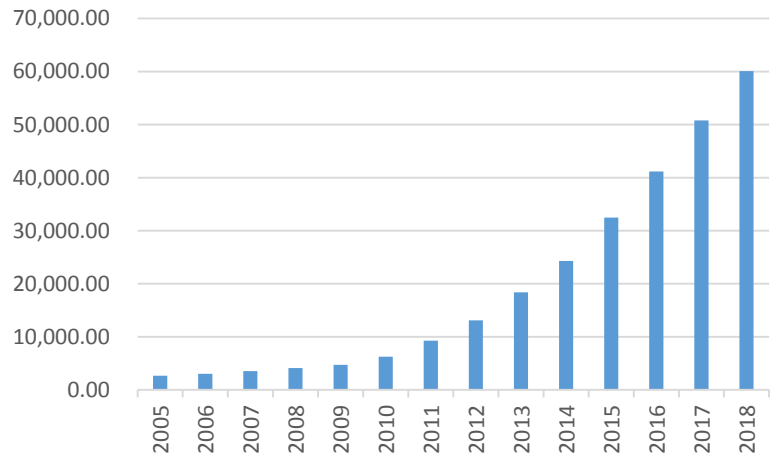
数据来源: 艺恩咨询 上海证券研究所

1.3 院线行业: 等待业绩拐点。

截至 11 月 18 日, 万达院线实现票房 73.89 亿元, 以 13.70% 的占比排名第一, 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。电影放映、影院广告以及卖品销售业务与电影市场的景气度存在较高关联性。在票房增速放缓，观影人次下降的背景下，院线公司的盈利受到明显影响。需要关注电影市场回暖速度及影院规模持续扩张的成本压力。

图 6 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：发行数量萎缩，精品化趋势明显。

2019 年 7-9 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 55 部 2182 集。现实题材剧目共计 43 部 1644 集，分别占总比例的 78.18%、75.34%。当代题材共计 34 部 1298 集；现代题材共计 9 部 346 集；历史题材剧目共计 9 部 413 集，分别占总比例的 16.36%、18.93%。重大题材共计 3 部 125 集，分别占总部、集数的 5.45%、5.73%。其中，重大革命 3 部 125 集。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。大剧网络播放量逐年飙升，头部大剧播放量更加集中，从优爱腾 2020 年的剧目来看，优质头部大剧成为各平台竞相争夺的独播资源。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
2019Q3	163	6782

数据来源：国家广播电影电视总局 上海证券研究所整理

广电总局电视剧司启动第三批 2018-2022 年百部重点电视剧选题规划工作，选题要求紧紧围绕 2020 年全面建成小康社会、2021 年中国共产党成立 100 周年等党和国家大事，重点聚焦党史国史、中国梦时代主题、广大人民对美好生活的向往和追求、中华优秀历史文化四个方面选题。从 2020 年各卫视招商会来看，各卫视侧重不同。湖南卫视继续“青春风”，同时配比了古代题材、都市题材。东方卫视侧重都市题材片单有新东、蓝盈莹主演的都市律政剧《精英律师》，张翰、徐璐主演的都市爱情剧《若你安好便是晴天》等。浙江卫视在独播内容上选择了讲述反贪风暴中正义之士不畏强权，与贪腐分子斗智斗勇的《拼图》，以及讲述国企在改革开放中、内忧外困下成功转型的现实主义题材政治剧《人民的财产》。江苏卫视在内容选择上，侧重都市医疗、年代、谍战题材。2020 年各种题材交相辉映、百花齐放的电视剧播出格局基本确定。

表 2 2020 年重点影视公司剧目

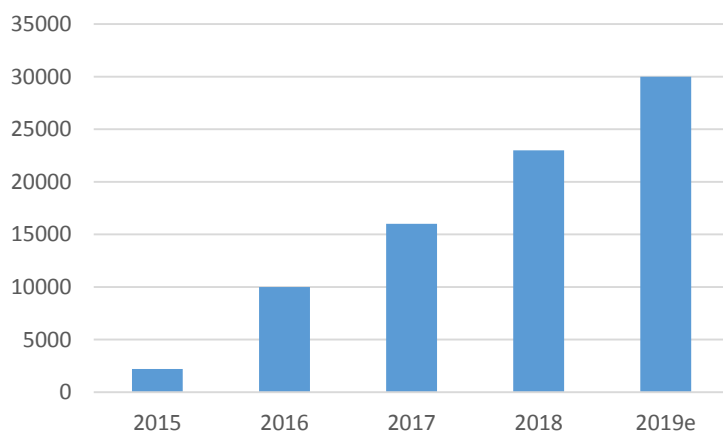
公司名称	剧目名称	拟播放平台
华策影视	下一站是幸福	湖南卫视
	有翡	湖南卫视
新丽传媒	流金岁月	湖南卫视
	精英律师	东方卫视、浙江卫视
光线传媒	新世界	北京卫视、东方卫视
慈文传媒	风暴舞	东方卫视
完美世界	暴风眼	东方卫视、浙江卫视
幸福蓝海	幸福还会来敲门	江苏卫视
	梦在海这边	江苏卫视

数据来源：各电视台招商会 上市公司公告 上海证券研究所

1.5 在线视频：各平台付费用户规模持续增长。

今年三季度，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 1.058 亿，Q3 实现会员收入 37 亿元 (Yoy+30%)，会员 ARPU 为 36.03 元。腾讯 1.002 亿 (Yoy+22%)、优酷平均每日订阅人数增长 47%。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，爱奇艺宣称继续以超 200 亿的大投入布局六大综艺赛道和五个大剧赛道，并发力体育、多元垂直业务等多个内容赛道，打造共计 200+ 娱乐内容。腾讯视频则表示将以“高原+高峰”为基础，形成品质化内容的“大海”，以各种头部内容和中腰部内容满足男性用户、女性用户、精英用户、少儿用户的不同群体需求。优酷表示在剧集方面将继续坚持头部大剧独播策略、加大自制投入，综艺方面以创新为核心锻造精品，设置生态共振的内容专属赛道。预计 2020 年全国付费视频会员人数保持增长，同时 ARPU 也会有所提高。

图 7 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 2020 年各视频网站片单看，减量提质是大趋势。头部平台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，独播内容都各有千秋，优酷有《大明风华》、《号手就位》；爱奇艺有《大宋宫词》、《风暴舞》；腾讯视频有《余生，请多指教》、《青簪行》，芒果 TV 有《三千鸦杀》、《奈何 BOSS 又如何》。2020 年优爱腾全年剧集数分别为 28 部、58 部、37 部，自制剧比例分别 43%、64%、52%。

表 3 2020 年三大网络平台部分重点剧目

平台名称	剧目名称
优酷	猎狐、号手就位、热血同行、重启之极海听雷、飞虎 3、大江大河 2、我们的西南联大、冰糖炖雪梨、正青春、平凡的荣耀、皮囊之下、全世界最好的你、三生有幸遇见你、最初的相遇最后的别离、危机先生、乡村爱情 12、我们正年轻、大明风华、传家、司藤、十二谭、琉璃美人煞
爱奇艺	大宋宫词、风暴舞、黑白禁区、绝代双骄、赖猫的狮子倒影、两世欢、猎心者、小娘惹、心宅猎人、半生缘、沉默的真相、二十不惑、非常目击、十日游戏、天舞纪、隐秘的角落、勇敢的心 2、暴风眼、鹿鼎记、棋魂、人民的财产、大江大河 2、火神、迷航昆仑墟、叛逆者、我们是警察
腾讯视频	三十而已、卖房子的人、大江大河 2、刘老根 3、人民的财产、精英律师、我的漂亮朋友、余生，请多指教、青簪行、你是我的命中注定、南歌、大唐女儿行、有翡、庆余年、将夜 2、斗罗大陆、暴风眼、新世界、使徒行者 3、不完美的她、全职高手 2、穿越火线、龙岭迷窟

数据来源：各视频网站 上海证券研究所

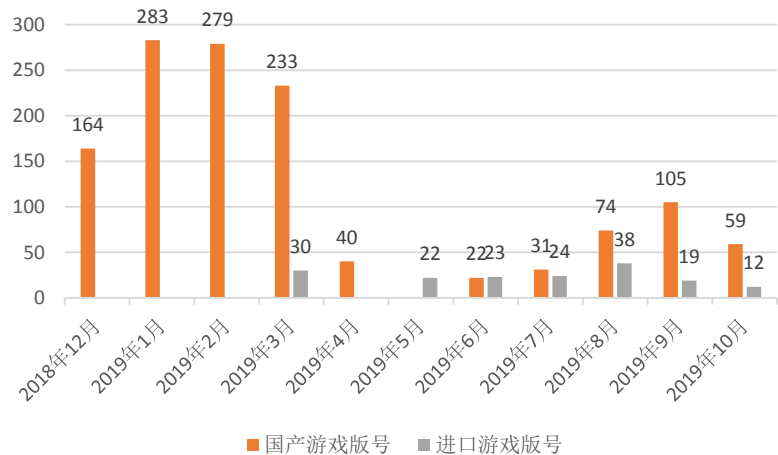
二. 游戏行业：立足移动端，展望云端

2.1 回顾 2019：版号审批常态化，游戏市场逐步回暖

自去年年底版号审批重启以来，游戏版号审批历经数个阶段，从积压游戏版号集中下发阶段（2018.12-2019.3），到新版《游戏作品出版申请书》出台后的阶段性调整阶段（2019.4-2019.5）、再到版号审批常态化阶段（2019.6-至今）。

目前，版号审批已经正式步入常态化阶段，版号的发放节奏大致固定：国产网络游戏版号平均每周发放 20 个左右，发放频率为每周或隔周发放；进口游戏版号大约每月发放 1 次，每次发放数量同样约为 20 个。目前，版号审批部门通过大幅削减同质化现象严重的棋牌类游戏版号的数量，从而很好地落实了“总量调控”的监管方针，在发放国产网络游戏版号的基础上，又通过定期发放进口游戏版号（进口游戏版号的发放对象既包括了直接引进的海外游戏，也包括了引进海外头部 IP，由国内游戏厂商研发的产品），从而确保了足够数量的优质头部游戏能够及时地投放市场，保障了游戏市场有序健康发展。

图 8 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

游戏市场景气度逐步回升。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。

此外，在用户规模方面，上半年游戏市场用户数达5.54亿人，增速回升到5%以上，增速创近三年来新高。用户增速回升同样包含诸多原因：1、网民规模的持续增长，提高了用户基数，扩充了游戏用户的来源；2、优质新游戏数量增长以及新游戏品类的扩张，吸引了一批追求新鲜感的玩家加入；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 9 中国游戏市场收入规模及增速 (亿元)

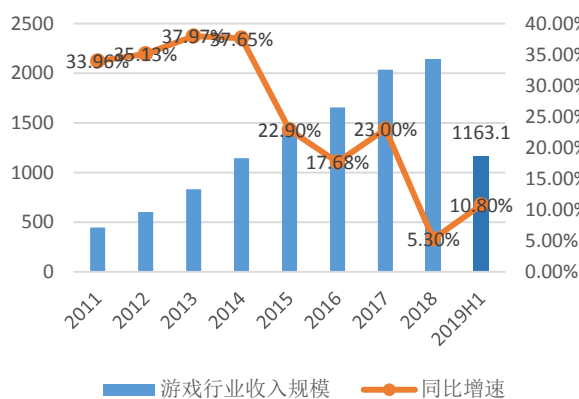
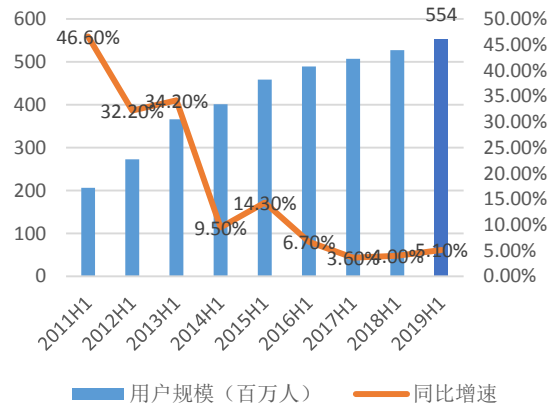


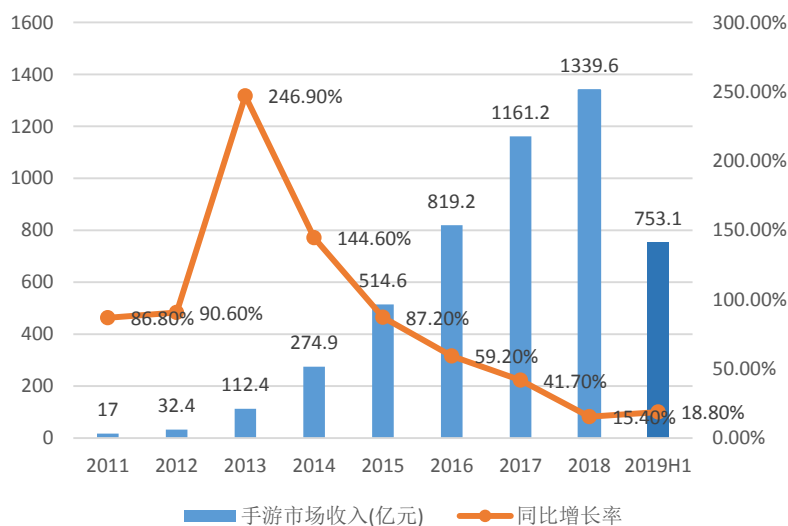
图 10 中国游戏市场用户规模及增速 (百万人)



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

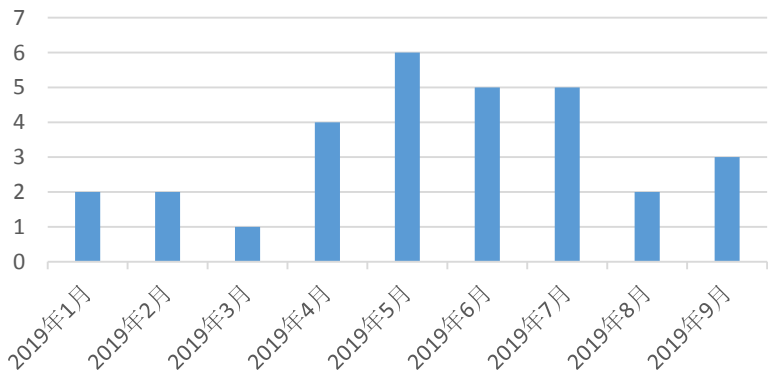
图 11 中国手机游戏市场收入规模及增速 (亿元)



数据来源: GPC、CNG&IDC 上海证券研究所

版号审批节奏的变化对新游市场的影响显著。一季度，由于积压的游戏版号在短期内得到了集中发放，致使当期获批游戏数量远高于全年平均水平，且绝大多数获批游戏均为重度游戏，整体质量较高。新游戏从取得版号到正式上线一般会间隔 1-3 个月的时间，期间游戏公司会以内测的形式测试游戏的付费留存等必要的信息。这批游戏在大致完成内测后又恰逢游戏市场全年最重要的档期——暑期档，游戏厂商在此期间对新游的推广力度也普遍较大，综合导致了今年 5-7 月新游市场的表现十分活跃，期间成功跻身爆款行列的新游数量远超其他月份，最终带动二季度游戏市场出现明显回暖。而今年三季度手游市场的收入规模与二季度基本持平，主要是因为二季度上线的主力游戏流水仍维持高位，但期间新上线的爆款游戏数量相对较少所致。

图 12 新游首月流水进入畅销榜 Top30 的游戏数量



数据来源：CNG 上海证券研究所

今年的新游戏市场马太效应显著，明星产品的表现十分突出。这些明星产品在上期初期所采取的推广策略呈现出两极分化的态势：一种模式是强化买量策略，如三七互娱推广《一刀传世》、《精灵盛典》等多款游戏均采用了这一策略，通过高强度的广告投放，辅之以运营商的强流量运营能力，针对性地选取与游戏玩法高度匹配的潜在用户群体，从而在短时间内迅速做大了用户规模。另一种模式则是绑定腾讯，借助微信等社交媒体的流量优势来完成用户积累，如完美世界、西山居等多家公司的近十款产品均采取了这一模式从而跻身爆款之列。今年前三季度，腾讯的移动游戏收入（包括社交媒体的手游分成）的同比增速由去年同期的 11% 大幅增长至 25%，很大程度上就是得益于其代理的优质游戏数量大幅增加。这两种新游推广策略对游戏公司的资金实力、研发实力乃至行业地位提出了较高的要求，中小型游戏企业推出新游戏时面临的竞争难度进一步加大，整个上半年，中小型游戏企业成功打造的爆款游戏仅《明日方舟》一款，且其成功被普遍认为是难以复制的。未来国内手游市场的集中度进一步提升，强者恒强的态势大概率将持续下去。

表 4 腾讯 2019 年（计划）上线的头部手游

游戏	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

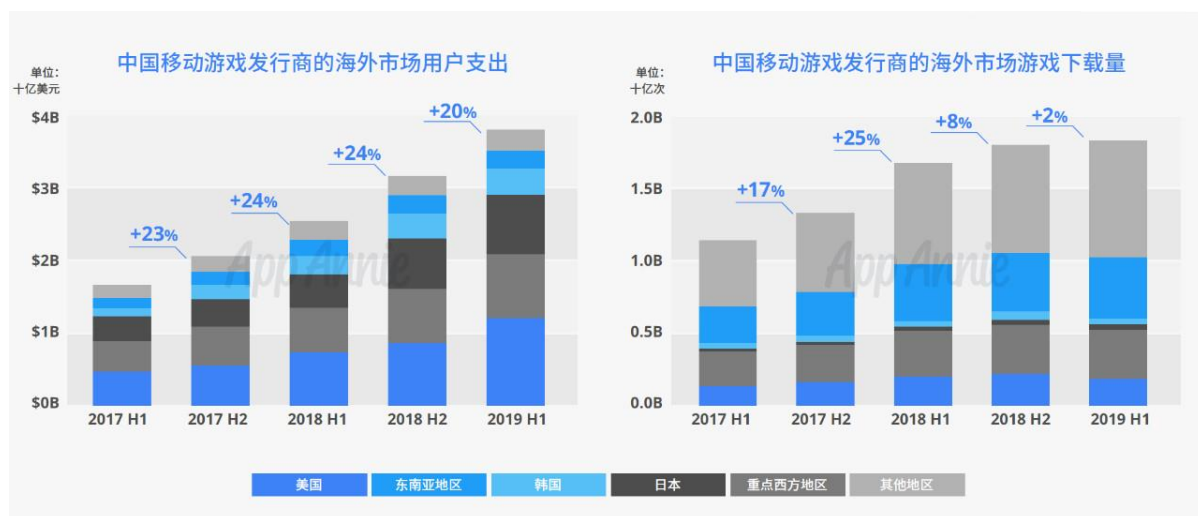
剑网3-指尖江湖	2019.6	西山居	国内顶级武侠 MMO 改编， 官网预约千万级
权力的游戏-凛冬将至	2019.6	游族网络	全球顶级 IP 改编，官网预 约千万级
使命召唤	2019.6	自研	仅国际服上线，动视暴雪 合作项目
跑跑卡丁车	2019.7	授权研发	与世纪天成联合运营
龙族幻想	2019.7	祖龙娱乐	顶级网文 IP
我的起源	2019.11	完美世界	Taptap 评分最高 9.0
食物语	2019.9	天梯互娱	Taptap 评分 9.4
龙之谷世界	2019	盛趣游戏	头部端游改编
剑侠情缘 2: 剑歌行	2019	西山居	武侠 MMO

数据来源：各游戏官网、Taptap、Appannie 上海证券研究所

2.2 放眼海外：手游出海成绩斐然，出海爆款将陆续回国

伴随着国内手游市场增速放缓，版号审批趋严，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%。根据伽马数据和 Newzoo 在全球游戏开发者大会上发布的《2019 年全球移动游戏市场中国企业竞争力报告》显示，2019 年中国自主研发网络游戏海外市场实际销售收入预计将超 110 亿美元，相当于国内手游市场规模的 1/2 左右，较 2018 年的 95.9 亿美元有较大增长。目前，中国内地移动游戏市场规模约占全球市场的 31.6%，由此推算，国产手游在海外手游市场的市场占有率已经超过了 20%。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 13 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。

“先出海、再国内”，这是部分游戏版号受限的公司无奈之下所采取的经营策略。下半年，随着国内游戏版号的逐步放开，我们已经观察到有部分出海成绩斐然的游戏载誉强势回归，比如已于近日上线的龙创悦动旗下《守望黎明》，又比如已取得版号计划明年初上线的莉莉丝《剑与远征》等。出海游戏的陆续回归有望成为推动 2020 年国内手游市场持续增长的重要推动力。

图 14 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 15 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

2.3 展望 2020: 步步为营, 5G 将逐步赋能游戏产业

2.3.1 流量资费降低, 或带动精品游戏下载转化率提升

5G 的出现将助力游戏产业发展, 云游戏、VR/AR 等新兴领域无不具备极为广阔的想象空间。但是, 5G 改变游戏产业绝非一趋而就, 而是一个长期的过程。从短期看, 当我们站在 5G 时代的初期, 在云游戏尚未推出, 游戏仍然需要事先下载的日子里, 我们预计流量单价的下降以及下载速率的提升能够在很大程度上提升精品游戏的下载转化率。

国内手游市场经过多年发展, 精品化的趋势十分显著, 头部手游的安装包大小也逐年递增。目前, 头部手游的安装包大小普遍在 1~3GB 之间。假设某款游戏的安装包大小为 3GB, 那么用户使用 4G 网络下载游戏需耗 20 分钟左右, 按照移动 4G 大流量套餐的套餐外资费计算, 需要花费流量费用约 30 元。对于相当一部分用户而言, 这段 20 分钟之长的等待时间足以令用户充分意识到下载游戏所产生的流量费用之高, 从而做出中断下载等举措。而如果使用 5G 网络, 按照移动 5G 大流量套餐的资费情况, 流量价格较原先将下降为 1/3~1/2, 耗时更是缩短为 4 分钟左右, 等待时间缩短以及资费的降低使得用户在这一过程中做出中止下载的可能性大大减少,

游戏的下载转化率因此得到提升。

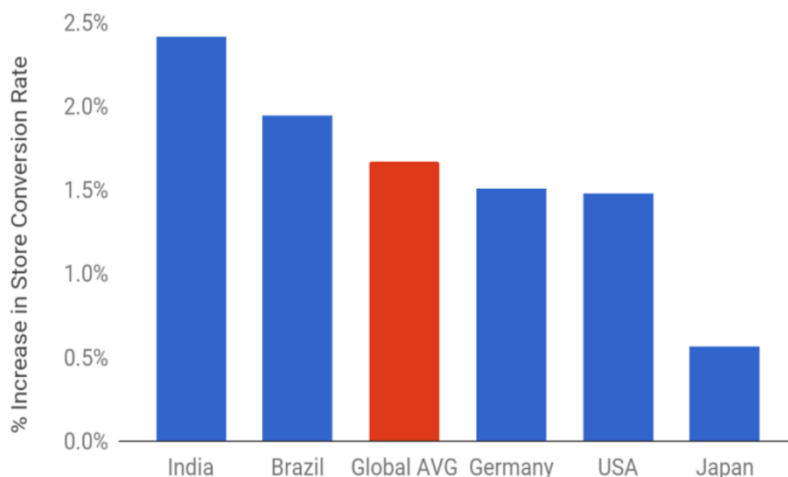
表 5 现行移动 4G、5G 套餐资费及速率差异

移动流量套餐	理论下载速度	实际下载速度	套餐外资费
4G 大流量	100Mbps	10-15Mbps	10 元/GB
5G 大流量	1Gbps	100Mbps(预测值)	3-5 元/GB

数据来源：中移动 App 上海证券研究所

海外研究者曾援引谷歌数据就下载包体大小及下载转化率之间的关系得出以下结论：1、对于欧美、日本等发达国家，在游戏包体小于 100MB 的情况下，包体每减少 10MB，下载转化率相应增加 0.5%~1.5%；2、对于游戏包体在 500MB-3GB 之间的游戏，游戏包体每缩小 200MB，相应的下载转化率增加 1%；3、在网络环境相对较差的新兴市场，这一变化趋势将更为显著。

图 16 游戏安装包每减少 10mb，下载转化率增加%（限 100mb 以下包体）



数据来源：Sam Tolomei “Shrinking APKs, growing installs: How your app’s APK size impacts install conversion rates” 上海证券研究所

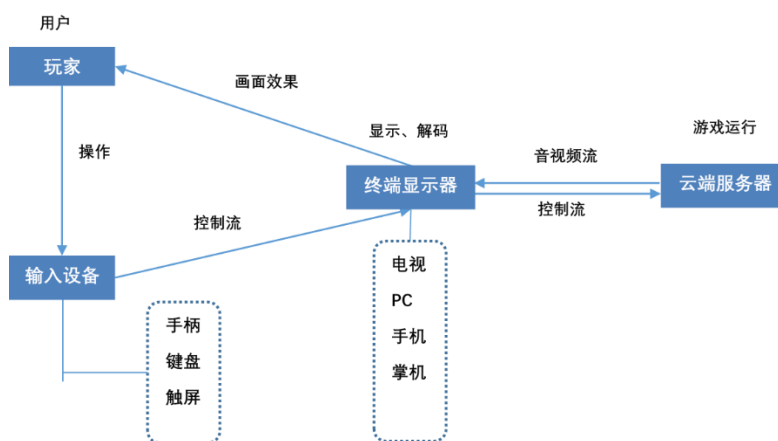
同样以 3GB 大小的安装包为例，相较于 5G，在 4G 网络环境下 90 秒 4 分钟下载时间所能得到的包体大小约为 600MB，相应产生的下载转化率的变化大致在 $(3000-600)/200=12\%$ 左右。假设一款游戏推广采取 CPC 模式，目标导入用户数 500 万人次，实际客单价 50 元/人，那么公司实际可节省推广费用约为 3000 万元。

可见，进入 5G 时代后，精品游戏厂商的下载转化率有望大幅提升，游戏公司的等效推广费用开支也有望大幅减少。移动游戏研发厂商中，主打大包体、画质精美的 3DMMORPG、FPS、ACT 等类型游戏的公司如腾讯、网易、完美世界等将因此充分受益。

2.3.2 云游戏平台快速推进，内容提供商积极响应

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 17 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。

海外云游戏布局相对较早，目前开展云游戏服务的公司包括谷歌、微软、英伟达、索尼等产业巨头，其云游戏平台多处于初步商业化阶段或内部测试后期阶段。海外云游戏服务主要提供主机/PC 端的云游戏，采取订阅制收费。考虑到云游戏对本地云服务的高度依赖，国内云游戏平台的运营方更可能由国内电信运营商、云计算、互联网巨头等担当，目前，腾讯、华为、中移动、金山等多家公司均推出了自有云游戏服务的体验项目，但这些公司进入云游戏领域的时间较海外更晚，目前暂未有平台正式进入商业化运营阶段。此外，国内多家云游戏初创公司已率先实现商用化，部分平台月活跃用户已达百万量级，生存状况远好于国外的云游戏初创公司。国内推出的云游戏服务多采取 PC/主机+移动游戏并行的模式，甚至也有采用 ARM 架构，主推移动云游戏的平台。

表 6 海外主要云游戏平台概况

国外的主要平台	Playstation Now	Geforce Now	Stadia	Project xCloud
所属厂商	Sony	Nvidia	Google	微软
服务平台	Playstation4, Windows	Shield, Windows, macOS	Chrome	PC, 主机, 移动设备
运营状态	2015 上线	2015 上线	2019 上线	测试中
运营区域	美国、日本、西欧	欧美	欧美	/
带宽要求	最低 5Mbps, 推荐 12Mbps	最低 10Mbps, 承载 1080P 60FPS 画面需要 25Mbps	最低 10Mbps, 推荐 35Mbps	最低 9-10Mbps, 目标优化至 5-6Mbps
游戏丰富度	《战神》、《荒野大镖客：救赎 2》、《神秘海域 3》、《使命召唤 15：黑色行动 4》等 750+ 款游戏	《巫师 3》《CS: Go》《方舟》《黑魂 3》《Dota 2》等 250 款游戏	《毁灭战士：永恒》、《刺客信条：奥赛德》、《古墓丽影》、《NBA 2K》等 31 款游戏首发	《Crackdown3: Campaign》、《Disneyland Adventures》、《Forza Horizon4》等
订阅服务价格	9.9 美元/月；79.99 美元/年	7.99 欧元/月	专业版 9.99 美元/月；基础版免费（需另行购买游戏）	可能沿用 Xbox Game Pass 的订阅服务
特征	是目前规模最大的云游戏平台	需要搭载 Nvidia 系列显卡的设备	Chrome 浏览器为核心	可共享 Xbox 主机内已经购买的游戏

数据来源：各平台官网 上海证券研究所整理

游戏厂商作为云游戏的内容提供方，在云游戏产业中同样承担了重要的位置。国内多家游戏公司曾在公开场所表态，计划采取合作的方式将自有游戏接入到云游戏服务提供商的产品中去，如网易、游

族网络就与华为云游戏达成了合作协议。对于 PC 云游戏，我们看好腾讯以及完美世界，尤其其旗下 WeGame、Steam 中国具备国内最为丰富的 PC 游戏内容库，未来有望在云游戏平台的构建中占据重要地位。

2.3.3 VR/AR 开启新一轮设备升级，未来发展潜力巨大

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 18 VR/AR 全球市场规模（亿元）

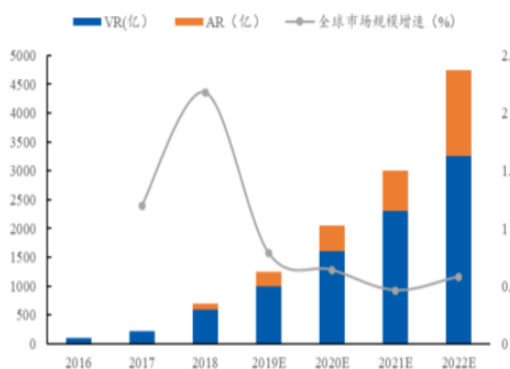
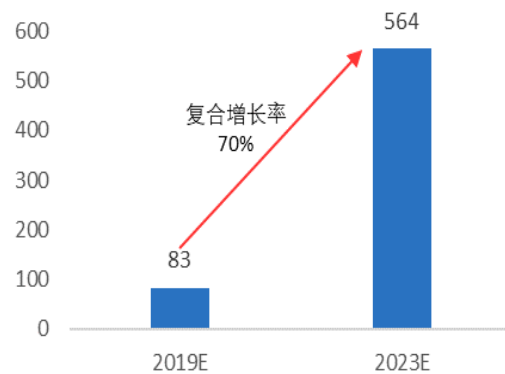


图 19 VR 游戏规模



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。2019 年以后，多家 VR 头戴设备厂商均推出了新一代产品，如 Oculus Quest、VIVE COSMOS 等多款产品的配置较前一代

产品有明显提升，但距离上述理论配置要求还有一段差距。此外，沉重的头戴设备以及有线连接不便行动的缺点仍然影响着长时间的游戏体验。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。

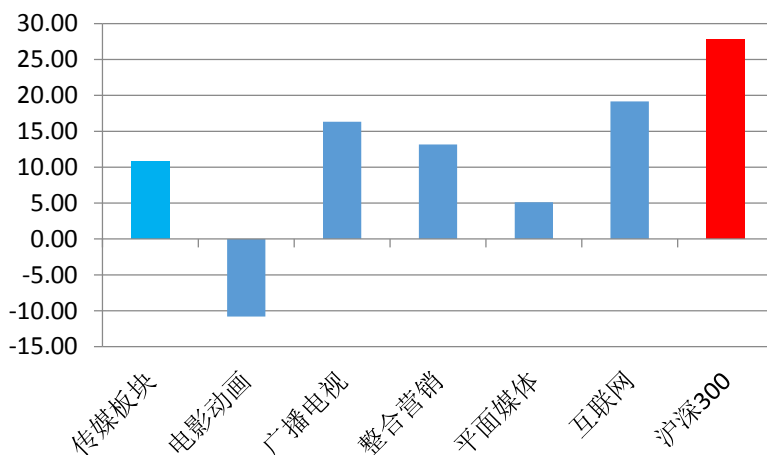
VR/AR 是 5G 时代最有发展潜力的大流量应用领域。如果说云游戏能够将潜在的主机/PC 游戏玩家通过一个相对较低的导入成本使其加入游戏市场，从而为游戏市场带来一部分增量的话，那么 VR/AR 游戏可能带动整个游戏行业的消费升级。一方面，在用户规模方面，随着 VR 眼镜等可穿戴设备高度普及，未来 VR/AR 游戏的用户普及度可能比肩甚至超过手机游戏玩家，而 VR/AR 游戏与生俱来的沉浸感体验、高清晰高质量内容以及与之相匹配的各种新的玩法有望大大刺激玩家的付费意愿，从而引领游戏产业实现新的飞跃。

三. 行业表现及估值

3.1 年初至今板块表现落后于沪深 300 指数。

截止到 11 月 18 日，板块整体上涨幅度为 10.81%，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 16.32%、19.17%、5.11%、13.16%、-10.81%，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 27.84%。

图 20 2019 年初至今传媒板块表现落后于沪深 300 指数 (%)



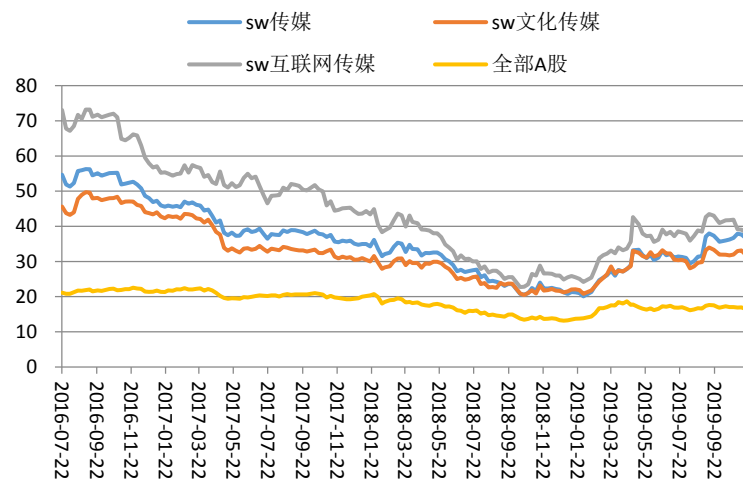
数据来源：WIND 资讯 上海证券研究所

3.2 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 38.75 倍，板块估值较年初有所提升，板块估值回复到 2018 年初水平，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 33.28 倍、41.04 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，近三年的最高值出现在 2016 年 8 月的 2.58 倍，低点出现在 2019 年 2 月的 1.45 倍，目前与 A 股的偏离度为 2.30 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，5G 赋能行业新看点不断涌现，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

四. 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，2020 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 0.41 元和 0.45 元，维持“谨慎增持”评级。

华策影视: 公司作为国内电视剧行业龙头企业，历年均保持较高的头部内容市场份额，且已建立起一整套工业化的制作、发行体系，未来有望产出更多头部优质作品。我们预测 2019-2020 年公司每股收益为 0.14 元和 0.25 元，维持“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12.45和14.45元，维持“增持”评级。

完美世界：公司影视与游戏业务并行。手游业务受益于《完美世界》、《神雕侠侣2》等游戏的突出表现实现良好增长。近期《我的起源》上线成为公司又一业绩增长点。影视业务随着监管力度放缓有望回暖。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1.69元、1.94元，维持“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。《权利的游戏》改编手游上线后流水有望保持亿级水平，为公司未来的业绩提供了较为可靠的保障。《少年三国志2》等游戏版号已下发，有望在2020年成为公司新看点。预计公司2019-2020年每股EPS分别为1.28元、1.53元，维持“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，业务稳步推进。下半年新发行的《完美世界》新马版、《AOD》繁体版表现出色。预计公司2019-2020年每股EPS分别为0.95元、1.16元，维持“增持”评级。

五. 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网络推广进程低于预期。

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。