

分析师: 刘冉

执业证书编号: S0730516010001

liuran@ccnew.com 021-50586281

研究助理: 乔琪

qiaoqi@ccnew.com 021-50586985

步入 5G 元年, 看好云游戏的确定性发展趋势

——传媒行业年度策略

证券研究报告-行业年度策略

同步大市 (维持)

盈利预测和投资评级

发布日期: 2019 年 11 月 22 日

| 公司简称 | 18EPS | 19EPS | 19PE | 评级 |
|------|-------|-------|-------|----|
| 完美世界 | 1.32 | 1.57 | 21.97 | 增持 |
| 中国电影 | 0.80 | 0.66 | 20.53 | 增持 |
| 万达电影 | 0.62 | 0.56 | 25.73 | 增持 |
| 光线传媒 | 0.47 | 0.41 | 25.27 | 增持 |
| 分众传媒 | 0.40 | 0.14 | 42.29 | 增持 |
| 中信出版 | 1.09 | 1.30 | 36.77 | 增持 |
| 吉比特 | 10.06 | 12.18 | 26.15 | 增持 |
| 三七互娱 | 0.48 | 1.00 | 22.59 | 增持 |

投资要点:

- 当前时点正处在 4G 的末尾和 5G 的初期, 4G 所能够带来的流量红利已经基本消耗殆尽, 不论是智能手机出货量还是移动互联网渗透率都已经接近天花板, 而 5G 虽然已经开始商用化步伐, 但还需一定的时间才能实现大规模推广和渗透。伴随 5G 共同开启的将是针对 5G 世代各个不同场景应用的探索, 与此同时, 4G 世代的应用还将继续延续一段时间。因此在这个特殊的时刻, 既要关注 4G 世代应用的延续, 又要关注 5G 全新应用的发展趋势以及技术水平。
- 在传媒板块不同的细分领域上, 我们认为关注的重点和逻辑也存在一定的差异:

传媒相对沪深 300 指数表现



相关报告

- 1 《文化传媒行业月报: Q4 电影市场有望实现大幅增长, 持续关注 5G 商用化带来的云游戏落地》 2019-11-04
- 2 《文化传媒行业月报: “主旋律” 打造最强国庆档, 密切关注三季度业绩变化》 2019-10-09
- 3 《传媒行业专题研究: 国庆档票房新高, 有望带动全年回暖》 2019-10-09

联系人: 李琳琳

电话: 021-50586983

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

邮编: 200122

游戏板块: 国内游戏用户规模见顶, 增量空间缩小, 存量竞争加大, 目前 4G 世代的游戏行业已经步入成熟期, 行业增速放缓; 虽然版号审批恢复正常, 但审核更加严格, 过审游戏产品数量明显减少, 流量和流水都向头部产品倾斜, 马太效应加剧。

5G 世代的云游戏已经成为行业比较明确的发展方向, 但技术上仍未成熟, 用户体验还有比较大的提升空间, 未来云游戏的发展模式下, CP 方的议价能力存在比较大的提升空间。

不论是 4G 世代还是 5G 世代, 对于游戏行业来说, 优质的游戏产品才是行业最主要的推动力量, 继续推荐行业二线龙头公司: 完美世界、三七互娱、吉比特。

电影行业: 2019 年电影行业整体表现不太理想, 仅在 10 月国庆档优异的表现下才带动了观影人次和票房双双实现正向增长。目前国内银幕增速依然高于票房增速, 银幕产出的拐点还未出现, 院线的经营压力依然很大, 预计银幕产出拐点会在 1-2 年出现, 建议关注影院经营效率远高于行业的影院龙头: 万达电影、中国电影。在内容方面, 建议关注出品了国产电影动画票房奇迹《哪吒》的民营龙头影视公司: 光线传媒。

图书出版: 图书零售市场继续维持稳健增长, 少儿品类成为占比最高的细分品类, 社科类图书成长最快, 预计未来线上渠道所占码洋比重会进一步上升, 少儿、社科类图书继续保持高于行业平均值的增长速度。图书出版行业存在一定的防御属性, 纸质图书的阅读需求也相对刚性, 建议关注大众图书中经管类图书龙头中信出版

广告行业: 广告行业规模整体缩减, 上游广告主受经济环境以及政治

环境冲击，广告投放意愿下降，生活圈媒体虽然还能实现正增长，但增长幅度下滑严重。从广告主的构成比例来看，具备抗周期性的食品类广告主投放预算不减反增，对于行业建议关注宏观经济的变化情况，个股建议关注生活圈媒体龙头分众传媒。

- 对于 A 股传媒板块，在经历了连续 3 年的大幅下跌之后，2019 年出现了小幅回升的态势，我们认为目前行业的估值相对比较安全，2020 年建议重点布局游戏板块，关注云游戏进展，以中长线思维关注影视和广告板块，关注行业数据变化以及行业拐点情况。

风险提示：外部经济环境风险；行业竞争加剧；政策监管风险；商誉减值风险；云游戏发展进度缓慢；内容产品市场表现不及预期。

内容目录

| | |
|---|-----------|
| 1. 传媒板块走势回顾 | 5 |
| 1.1. 涨幅排名中部靠后，连续垫底之后出现好转 | 5 |
| 1.2. 新股高涨，5G、游戏、广电概念涨幅居前 | 6 |
| 1.3. 前三季度营业收入微增，净利润下滑 | 7 |
| 1.4. 商誉小幅上升，预计 Q4 商誉大减值可能性较低 | 8 |
| 2. 游戏、电影、出版、广告板块 2019 年总结与展望 | 9 |
| 2.1. 游戏：供给改善，行业回暖，中小厂商海外破局 | 9 |
| 2.1.1. 行业增长小幅回升，用户规模继续维持低增长 | 9 |
| 2.1.2. 移动游戏继续支撑行业增长， | 10 |
| 2.1.3. 棋牌类游戏受版号控制政策影响明显，大厂产品包揽畅销榜和收入榜头部 | 11 |
| 2.1.4. 海外市场增量空间明显，中小厂商实现突围 | 12 |
| 2.2. 电影：上半年不振，下半年复苏，渠道拐点预计 1-2 年出现 | 14 |
| 2.2.1. 票房观影人次双增，下半年表现好于上半年 | 14 |
| 2.2.2. 平均票价涨幅新高，预计未来理性上浮 | 16 |
| 2.2.3. 院线与影投龙头市占率优势明显 | 17 |
| 2.2.4. 单银幕产出继续下降，拐点或将在 1-2 年内出现 | 18 |
| 2.3. 图书出版：行业稳健增长，少儿、社科品类占比最高 | 20 |
| 2.3.1. 网上渠道推动图书零售市场增长 | 20 |
| 2.3.2. 定价上升，新书品种减少 | 21 |
| 2.3.3. 少儿类图书占比最高，社科类图书增长较快 | 22 |
| 2.3.4. 出版领域竞争格局相对松散 | 23 |
| 2.4. 广告：投放规模缩减，广告主结构调整 | 24 |
| 2.4.1. 受经济冲击，行业整体投放规模缩减 | 24 |
| 2.4.2. 食品行业广告主投放逆势增长 | 25 |
| 2.4.3. 行业呈现后周期属性，关注宏观经济变化 | 26 |
| 3. 展望云游戏：确定性较高的行业发展方向 | 27 |
| 3.1. 国际巨头纷纷布局，重视产业链中“云”的重要性 | 27 |
| 3.2. 无视硬件门槛，打开用户增长空间 | 29 |
| 3.3. 订阅制或将成为第四种付费模式 | 30 |
| 3.4. 重塑产业链议价空间 | 31 |
| 4. 投资建议与重点个股 | 31 |
| 4.1. 投资建议 | 31 |
| 4.2. 重点个股 | 32 |
| 4.2.1. 游戏行业：完美世界、吉比特、三七互娱 | 32 |
| 4.2.2. 影视行业：光线传媒、万达电影、中国电影 | 33 |
| 4.2.3. 图书出版行业：中信出版 | 34 |
| 4.2.4. 广告行业：分众传媒 | 35 |
| 5. 风险提示 | 35 |

图表目录

| | |
|--|---|
| 图 1: 中信行业 2019 年涨跌幅（截止至 2019 年 11 月 15 日） | 5 |
| 图 2: 中信传媒指数 2019 年走势（截止至 2019 年 11 月 15 日） | 5 |

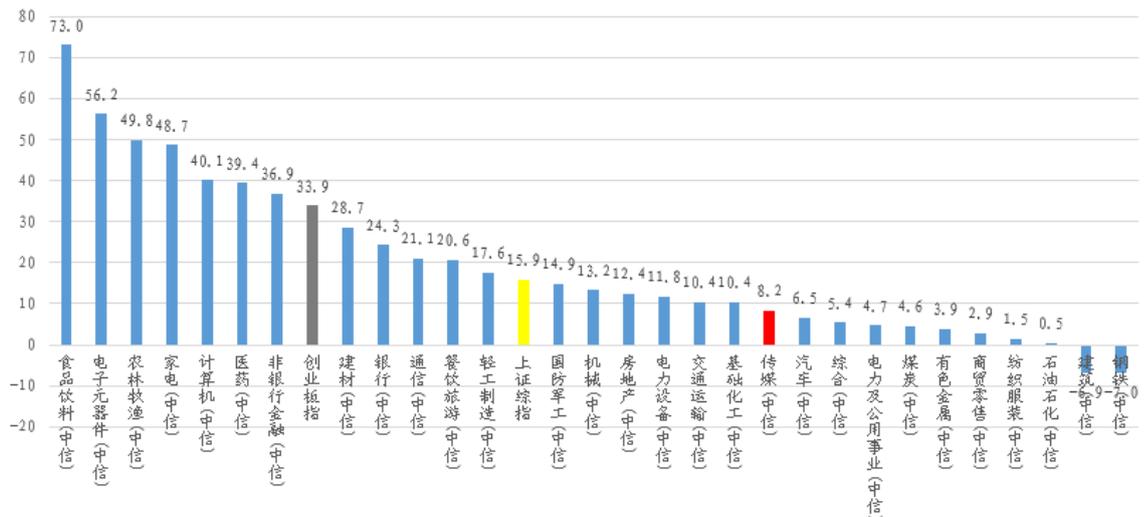
| | |
|---|----|
| 图 3: 中信传媒子板块 2019 年涨跌幅 (截止至 2019 年 11 月 15 日) | 6 |
| 图 4: 2016-2019Q3 传媒板块营业收入 | 7 |
| 图 5: 2016-2019Q3 传媒板块净利润 | 8 |
| 图 6: 2016-2019Q3 传媒板块扣非后净利润 | 8 |
| 图 7: 2016-2019Q3 传媒板块商誉 | 9 |
| 图 8: 国内游戏市场规模变动情况 | 10 |
| 图 9: 国内游戏市场用户规模变动情况 | 10 |
| 图 10: 国内移动游戏市场规模变动情况 | 11 |
| 图 11: 中国自主研发游戏海外市场实际销售收入与增长率 | 12 |
| 图 12: 中国自主研发游戏海内外市场实际销售收入环比增长率 | 13 |
| 图 13: 2011-2019 年 10 月票房与同比增幅 | 14 |
| 图 14: 2011-2019 年 10 月观影人次与同比增幅 | 15 |
| 图 15: 2018-2019 年 10 月单月票房与增幅 | 15 |
| 图 16: 2018-2019 年 10 月单月观影人次与增幅 | 16 |
| 图 17: 2011-2019 年 10 月平均票价 | 16 |
| 图 18: 2018-2019 年热门档期平均票价变化 | 17 |
| 图 19: 2014-2019 银幕数量与增幅 | 19 |
| 图 20: 2014-2019 单银幕产出与增幅 | 19 |
| 图 21: 中国图书零售市场总规模 | 20 |
| 图 22: 2018 年国内图书零售市场渠道销售情况 | 21 |
| 图 23: 2019Q1-Q3 新书定价情况 | 21 |
| 图 24: 2019Q1-Q3 新书动销品种数量 | 22 |
| 图 25: 2016-2019Q3 单季度全媒体广告刊例花费同比增幅 | 24 |
| 图 26: 2018 前三季度与 2019 前三季度各媒介广告刊例花费变化 | 25 |
| 图 27: 2018 前三季度与 2019 前三季度各行业投放刊例花费变化 | 25 |
| 图 28: 广告行业市场规模与 GDP 比对 | 26 |
| 图 29: 广告行业市场规模增速与 GDP 增速比对 | 27 |
| 图 30: 云游戏产业链 | 28 |
| 图 31: 国际巨头布局云游戏时间表 | 28 |
| 表 1: 2013-2019 传媒板块涨跌幅排名 | 6 |
| 表 2: 2019 年涨跌幅 TOP15 | 6 |
| 表 3: 2019H1 移动游戏产品收入排名 | 12 |
| 表 4: 2019 年 8-10 月中国手游海外收入 TOP20 | 13 |
| 表 5: 2016-2019 年 10 月国内院线市占率 TOP10 (含服务费) | 18 |
| 表 6: 2016-2019 年 10 月国内影投市占率 TOP10 (含服务费) | 18 |
| 表 7: 2019 前三季度不同细分市场码洋比重结构 | 22 |
| 表 8: 2019 前三季度不同细分市场码洋比重结构图 | 23 |
| 表 9: 2018 年图书市场出版社码洋占有率 TOP10 | 23 |
| 表 10: 热门游戏大作硬件配置需求 | 29 |
| 表 11: 国内外部分云游戏收费标准 | 30 |
| 表 12: 彩条屋参股动画公司 | 33 |

1. 传媒板块走势回顾

1.1. 涨幅排名中部靠后，连续垫底之后出现好转

截止至 2019 年 11 月 15 日，传媒板块上涨 8.25%，跑输创业板指数 25.68pct，跑输上证综指 7.69pct。排在中信行业分类中第 19 名。传媒上市公司仍然受到行业监管以及盈利能力的双重压力，板块表现位于 29 个行业中部靠后部位置。

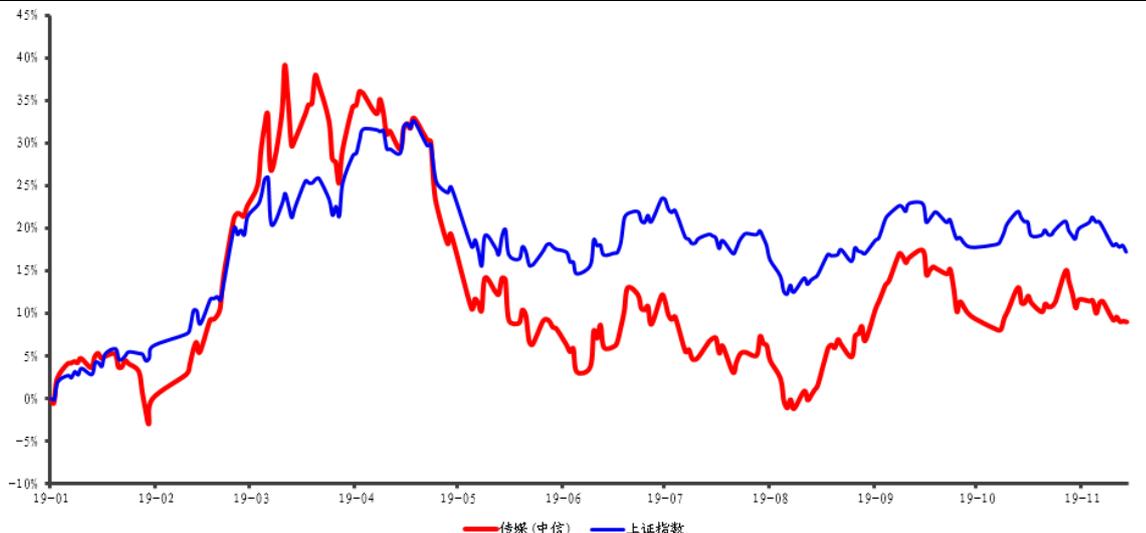
图 1：中信行业 2019 年涨跌幅（截止至 2019 年 11 月 15 日）



资料来源：Wind，中原证券

从全年的走势情况来看，上半年基本与大盘保持同步走势。在 3 月份至 4 月份期间，受国家发展高清视频产业政策鼓励的影响，由广电领域带动传媒板块整体出现了一次优于大盘的表现，但后续有明显的回落情况，猜测是题材热度的消退导致。从 4 月中旬开始，传媒板块整体走势虽然和大盘相似，但表现始终弱于大盘。

图 2：中信传媒指数 2019 年走势（截止至 2019 年 11 月 15 日）



资料来源：Wind，中原证券

从 2013 年至今，传媒板块仅在 2013 年与 2015 年涨幅排 29 行业中比较靠前的位置。此后在股市整体回落、商誉、政策监管、融资困境等多重压力之下便一直处于大幅下跌的状态，在 29 个行业中也始终处于底部位置，在连续多年的垫底之后排名 2019 年有所回升

表 1: 2013-2019 传媒板块涨跌幅排名

| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|-----|---------|--------|--------|---------|---------|---------|-------|
| 涨跌幅 | 102.56% | 19.57% | 71.69% | -37.71% | -21.65% | -38.59% | 8.25% |
| 排名 | 1 | 27 | 10 | 29 | 28 | 26 | 19 |

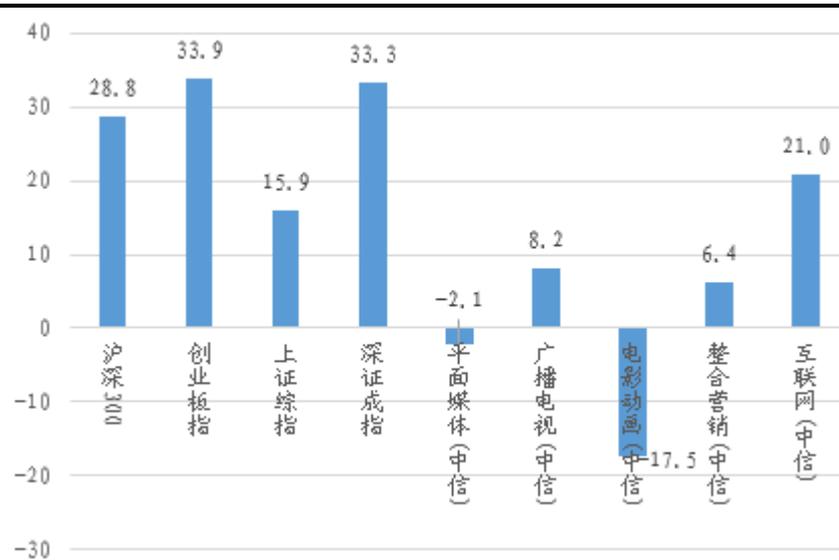
资料来源: Wind, 中原证券

注: 2019 年数据截止至 11 月 15 日

注: 排名以中信行业分类为依据

子板块中，互联网子板块涨幅最高，达到 20.96%，广播电视板块上涨 8.2%，整合营销板块上涨 6.4%，平面媒体板块下跌 2.1%，受影视行业不景气影响，电影动画子板块下跌幅度最大，达到了 17.5%。

图 3: 中信传媒子板块 2019 年涨跌幅 (截止至 2019 年 11 月 15 日)



资料来源: Wind, 中原证券

1.2. 新股高涨，5G、游戏、广电概念涨幅居前

从个股的涨跌幅排名情况来看，151 只个股中，73 支实现上涨，77 支下跌。涨幅靠前的基本都是 2019 年上市的新股，包括国联股份、壹网壹创、值得买、中信出版、新媒股份、每日互动都排在涨幅前 15 的位置，扣除新股的影响后，涨幅靠前的传媒个股以 5G、游戏、广电概念为主，跌幅靠前的多为 ST 股或业绩大幅下滑的公司。

表 2: 2019 年涨跌幅 TOP15

| 涨幅 TOP15 | | | 跌幅 TOP15 | |
|----------|------|---------|----------|---------|
| 1 | 国联股份 | 205.64% | 印纪退 | -91.26% |
| 2 | 值得买 | 204.25% | ST 游久 | -61.07% |
| 3 | 梦网集团 | 203.08% | 暴风集团 | -58.27% |

| | | | | |
|----|------|---------|-------|---------|
| 4 | 壹网壹创 | 184.15% | 中昌数据 | -56.56% |
| 5 | 人民网 | 162.35% | ST 天润 | -55.20% |
| 6 | 中信出版 | 117.45% | ST 东网 | -53.69% |
| 7 | 新媒股份 | 113.13% | 天神娱乐 | -51.91% |
| 8 | 三七互娱 | 105.12% | 聚力文化 | -44.64% |
| 9 | 吉比特 | 96.17% | ST 中南 | -41.84% |
| 10 | 每日互动 | 78.45% | 长城影视 | -41.76% |
| 11 | 新华网 | 69.69% | 大晟文化 | -37.19% |
| 12 | 中广天择 | 68.43% | 万达电影 | -36.33% |
| 13 | 博通股份 | 66.39% | 华谊嘉信 | -36.21% |
| 14 | 顺网科技 | 64.51% | 迅游科技 | -33.67% |
| 15 | 上海钢联 | 62.63% | 金科文化 | -32.73% |

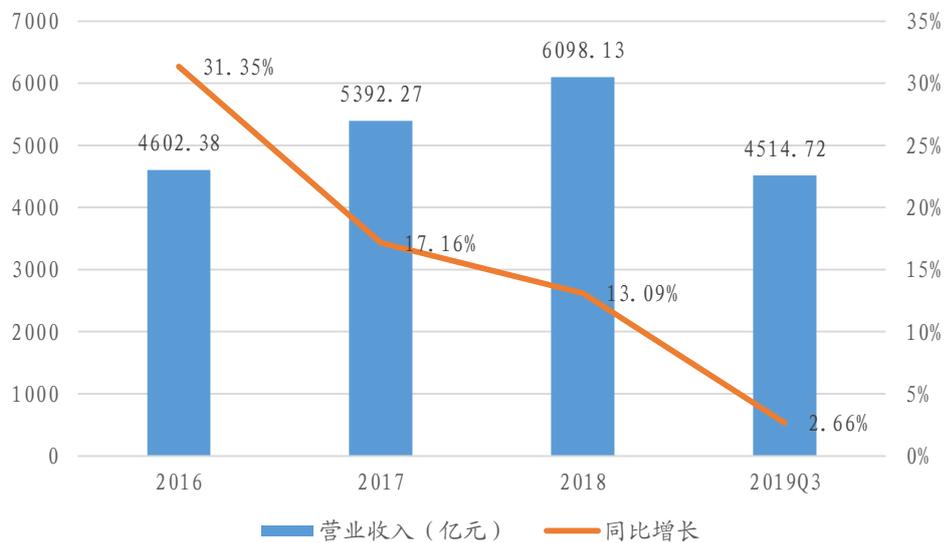
资料来源: Wind, 中原证券

注: 数据统计至 11 月 15 日

1.3. 前三季度营业收入微增, 净利润下滑

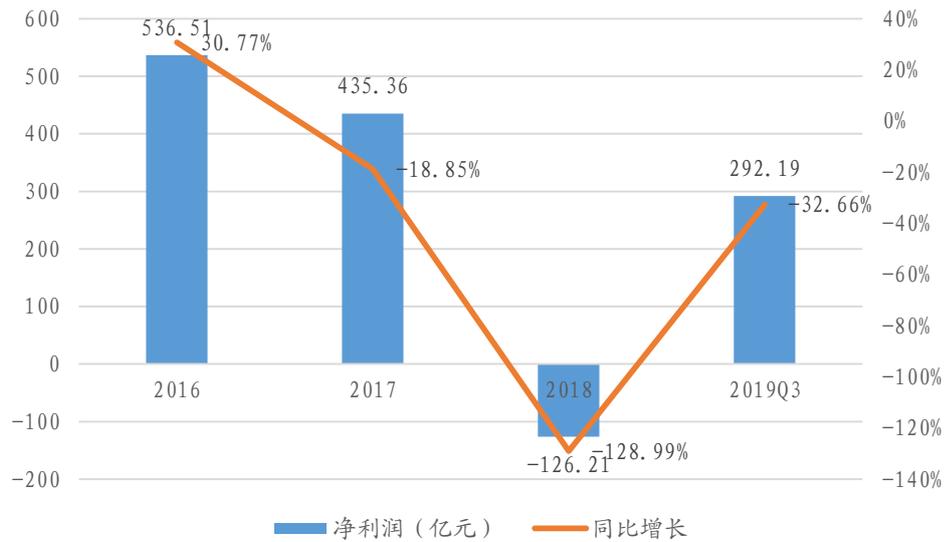
根据中信传媒行业分类的 151 家上市公司, 2019 年前三季度营业收入 4514.72 亿元, 同比增加 2.66%, 2018 年同比增幅为 13.09%, 营业收入的增幅正在连续下滑。前三季度净利润 292.19 亿元, 同比减少 32.66%, 2018 年由于板块大幅度计提了商誉减值或资产减值导致整个板块的净利润变为亏损 126.21 亿元。在扣除非经常性损益后的净利润为 295.59 亿元, 同比减少 11.23%。

图 4: 2016-2019Q3 传媒板块营业收入



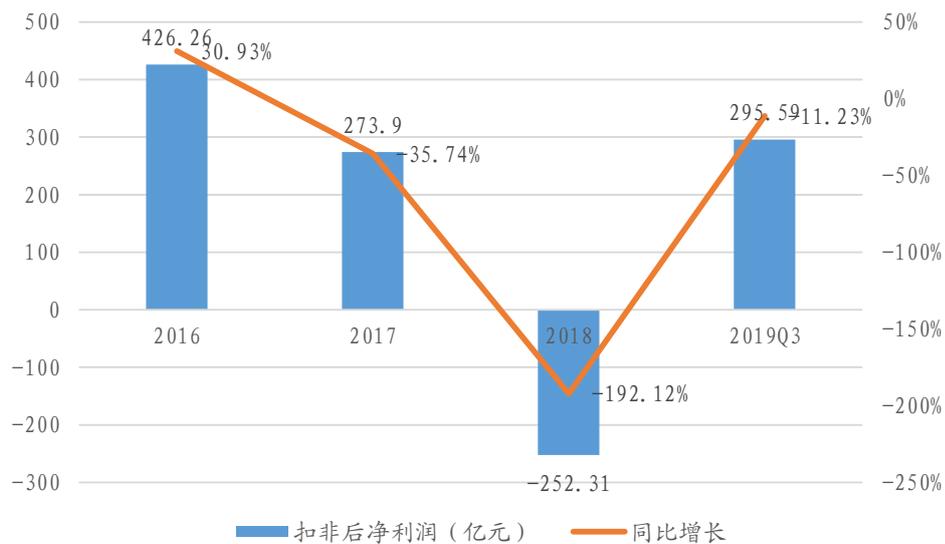
资料来源: Wind, 中原证券

图 5: 2016-2019Q3 传媒板块净利润



资料来源: Wind, 中原证券

图 6: 2016-2019Q3 传媒板块扣非后净利润



资料来源: Wind, 中原证券

1.4. 商誉小幅上升, 预计 Q4 商誉大减值可能性较低

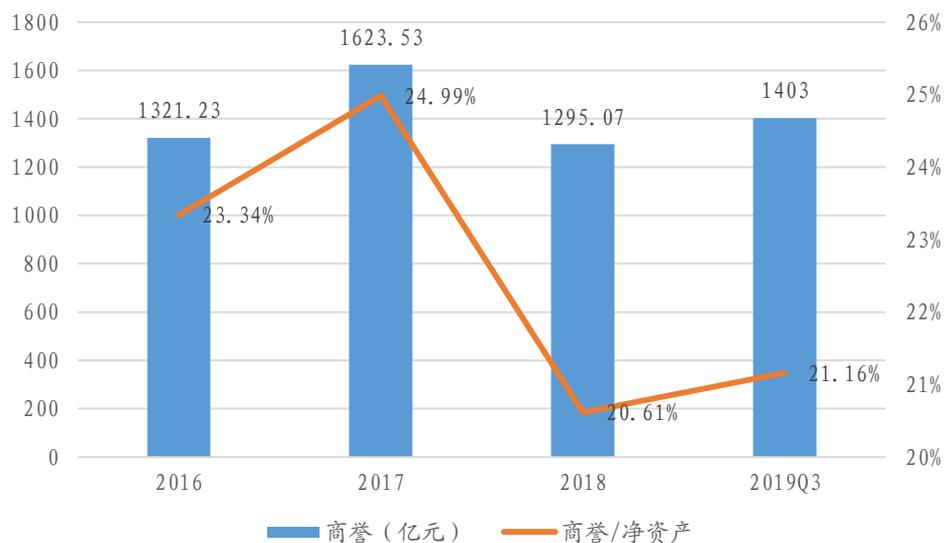
2018 年由于板块计提了大量的商誉减值损失, 板块整体的商誉下降了 328.46 亿元, 商誉占净资产的比重也相应下降至 20.61%。

2019 年 Q3 传媒板块商誉为 1403 亿元, 比 2018 年又增加了 107.93 亿元, 主要是由于世纪华通并购盛跃网络以及万达电影并购万达影视导致的相应商誉增加, 商誉占净资产比重也有小幅上升。

但总体而言, 我们认为在 2018 年 Q4 板块整体大幅计提商誉减值之后, 2019 年再出现商

誉大减值的可能性不大，预计 Q4 净利润同比会有比较明显的好转。

图 7：2016-2019Q3 传媒板块商誉



资料来源：Wind，中原证券

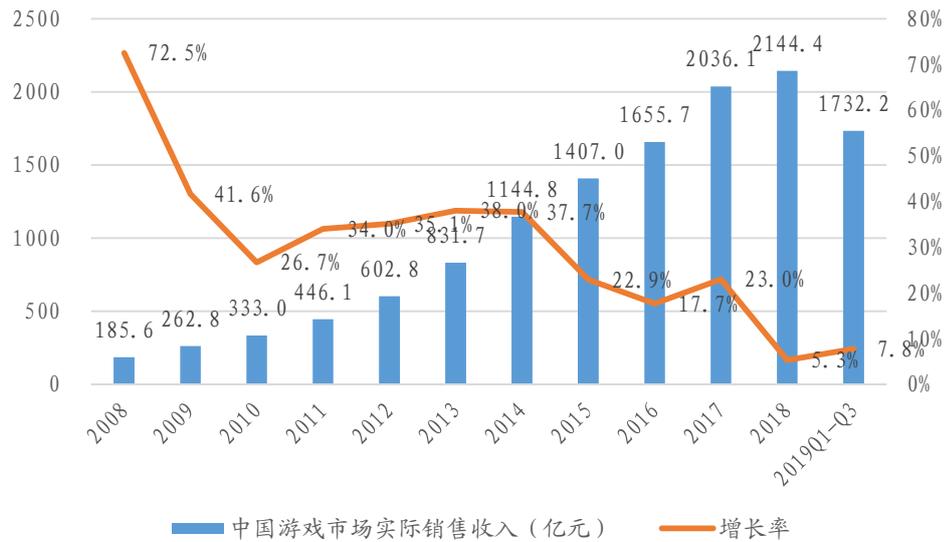
2. 游戏、电影、出版、广告板块 2019 年总结与展望

2.1. 游戏：供给改善，行业回暖，中小厂商海外破局

2.1.1. 行业增长小幅回升，用户规模继续维持低增长

2019 年前三季度，国内游戏市场实际销售收入 1732.2 亿元，同比增长 7.8%，增速比 2018 年 5.3% 的增速有回升。游戏市场用户规模 6.51 亿人，比 2018 年增长了 4%，用户规模在 2014 年以后仅能维持个位数增长，增量用户越来越少，存量竞争的情况不断加剧。考虑到目前智能手机和 4G 网络的普及率已经处于较高状态，在短期内技术无突破性发展的情况下，**预计用户规模继续维持低速增长。**

图 8: 国内游戏市场规模变动情况



资料来源: 中国音数协游戏工委, IDC, 伽马数据, 中原证券

图 9: 国内游戏市场用户规模变动情况

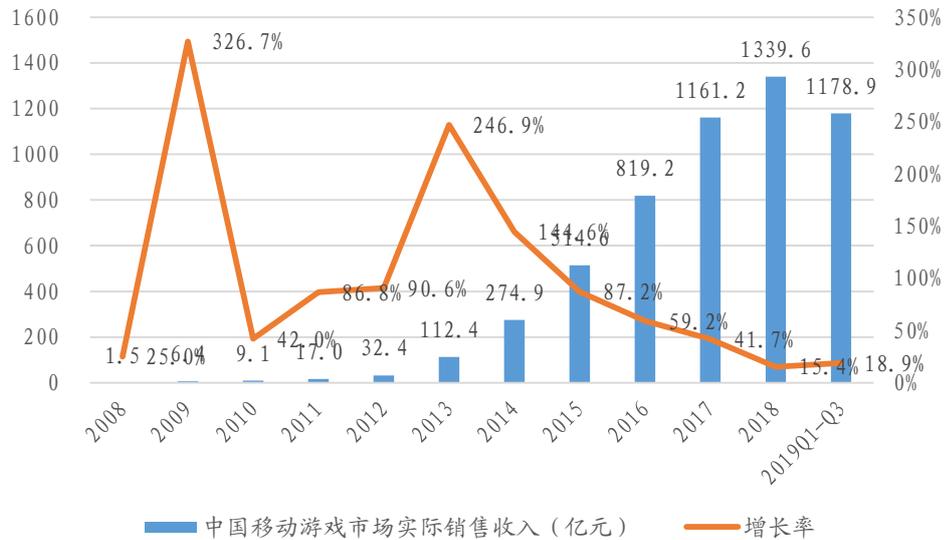


资料来源: 中国音数协游戏工委, IDC, 伽马数据, 中原证券
注: 2019 年前三季度用户增长幅度基于 2018 年全年数据计算

2.1.2. 移动游戏继续支撑行业增长,

在包括端游、页游、主机游戏等在内的游戏平台中, 移动游戏以其门槛低、碎片化以及普及率高等特点成为了支撑游戏市场增长的主要驱动力, 2019 年前三季度移动游戏市场规模 1178.9 亿元, 同比增加 18.9%, 增长幅度高于游戏行业整体增幅超 10PCT, 目前移动游戏份额占整个游戏市场的 68.06%, 比 2019 年上半年又提升了 3.31pct, 移动游戏目前国内游戏市场发展的主要推动力量。

图 10: 国内移动游戏市场规模变动情况



资料来源：中国音数协游戏工委，IDC，伽马数据，中原证券

2.1.3. 棋牌类游戏受版号控制政策影响明显，大厂产品包揽畅销榜和收入榜头部

由于机构调整原因，自 2018 年第二季度开始游戏版号的申报、审批与备案长期处于停滞状态，未获版号的游戏产品无法上架，更无法实现商业化变现。

自 2018 年年末开始，游戏版号问题已经得到解决，版号的审批进入常态化，截止至 2019 年 11 月中旬，国内版号审批重启后共发放版号 24 批，数量超过 1300 余款。从目前发放版号的速度和节奏来看，相比过去几年，能够获批的版号数量已经有了比较明显的减少，其中棋牌类游戏受到的影响较大，版号限发前棋牌类过审比例可以达到 30%-40%左右，但限发后占比已经不到 2%，下滑的幅度十分明显。相对的，MMO 和益智类的游戏产品过审数量比较多。

我们认为通过对版号的控制直接从供给的源头上限制了低质量游戏产品的上线，有利于鼓励游戏厂商提高对精品游戏的研发力度。由于新上线产品数量的明显减少，头部游戏产品的吸引力增强，马太效应加剧，流量和流水都开始有向大厂头部精品游戏产品倾斜的趋势。

通过观察 App store 游戏畅销榜可以发现，榜单中《王者荣耀》、《梦幻西游》、《大话西游》、《阴阳师》等产品虽然推出时间较早（均在 2015 或 2016 年推出），但基本都能够长期维持在头部位置，在新产品上包括《完美世界》、《和平精英》、《龙族幻想》等品质较高的新游产品也可以在榜单上冲至比较靠前的位置。根据伽马数据统计的 2019 上半年移动游戏产品收入 TOP10 情况来看，收入较高的头部产品主要集中在大厂中，TOP10 中仅有《完美世界》的研发商不是腾讯和网易，其余游戏不论是研发商还是发行商都是腾讯或网易的产品，显示出大型厂商在高质量游戏制作能力方面的优势，也凸显出头部高质量产品在长线运营下依然可以散发活力，维持较长的生命周期。

表 3: 2019H1 移动游戏产品收入排名

| 排名 | 游戏名称 | 开发商 | 发行商 | 游戏类型 | 上线时间 |
|----|-------|------|------|---------|--------|
| 1 | 王者荣耀 | 腾讯游戏 | 腾讯游戏 | MOBA | 2015 |
| 2 | 梦幻西游 | 网易游戏 | 网易游戏 | 回合制 RPG | 2015 年 |
| 3 | 完美世界 | 完美世界 | 腾讯游戏 | MMORPG | 2019 年 |
| 4 | QQ 飞车 | 腾讯游戏 | 腾讯游戏 | 竞速 | 2017 年 |
| 5 | 和平精英 | 腾讯游戏 | 腾讯游戏 | 射击 | 2019 年 |
| 6 | 阴阳师 | 网易游戏 | 网易游戏 | 回合制 RPG | 2016 年 |
| 7 | 大话西游 | 网易游戏 | 网易游戏 | 回合制 RPG | 2015 年 |
| 8 | 乱世王者 | 腾讯游戏 | 腾讯游戏 | 策略 | 2017 年 |
| 9 | 率土之滨 | 网易游戏 | 网易游戏 | 策略 | 2015 年 |
| 10 | QQ 炫舞 | 腾讯游戏 | 腾讯游戏 | 音舞 | 2018 年 |

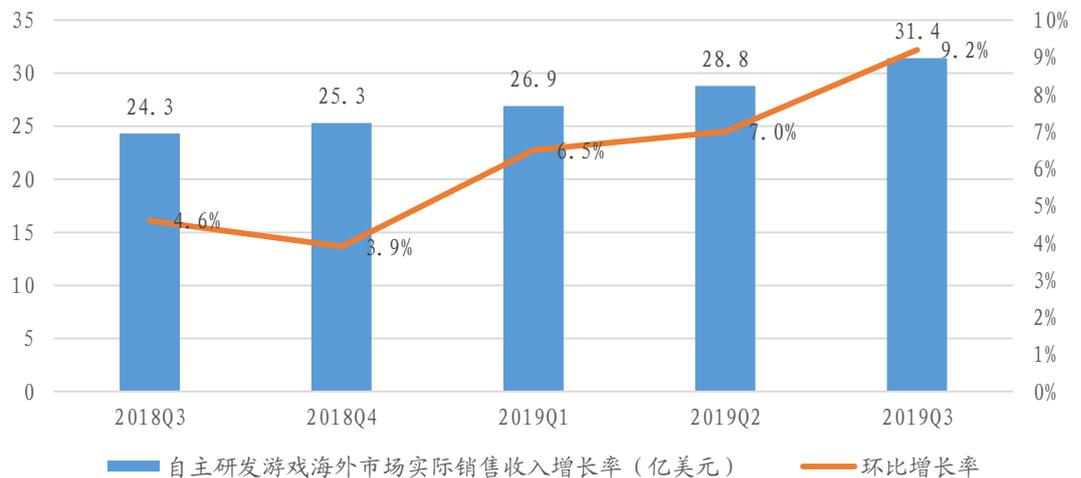
资料来源：伽马数据，中原证券

2.1.4. 海外市场增量空间明显，中小厂商实现突围

在国内面临存量竞争压力增大以及版号政策严格限制的环境下，国内游戏厂商开始向海外发展寻求新的增长点。2019Q3 中国自主研发游戏海外市场实际销售收入 31.4 亿美元，同比增长 29.3%，环比增长 9.2%，是国内增速的 2 倍，海外地区的增长空间比国内更加广阔。

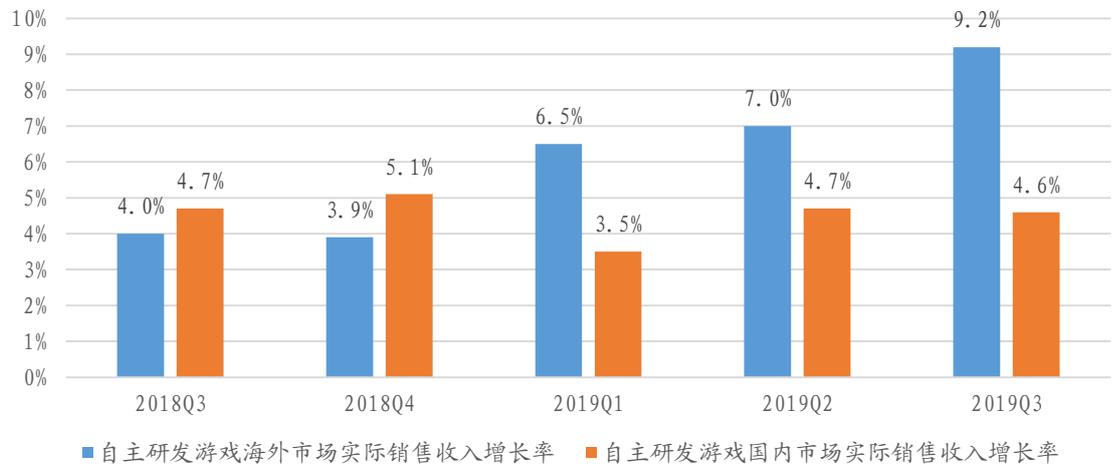
目前美国、日本和韩国是中国自研游戏最重要的海外市场，收入合计占海外总收入的 62.8%。

图 11: 中国自主研发游戏海外市场实际销售收入与增长率



资料来源：中国音数协游戏工委，IDC，中原证券

图 12: 中国自主研发游戏海内外市场实际销售收入环比增长率



资料来源: 中国音数协游戏工委, IDC, 中原证券

从近三个月国内手游在海外收入的情况来看(统计基于海外 App Store + Google Play), 虽然腾讯和网易在国内头部游戏产品上处于长期垄断的低位, 但是在海外地区, 国内的中小厂商也可以凭借自身的产品实现突围。在近 3 个月海外收入最高的 20 款中国手游中, 虽然腾讯与网易的产品依然排名比较靠前, 但也两家仅有 2-3 款游戏在榜。

表 4: 2019 年 8-10 月中国手游海外收入 TOP20

| 排名 | 8 月 | | 9 月 | | 10 月 | |
|----|-------------|---------|-------------|-------------------|-------------|-------------------|
| | 手游 | 发行商 | 手游 | 发行商 | 手游 | 发行商 |
| 1 | PUBG MOBILE | 腾讯 | PUBG MOBILE | 腾讯 | 万国觉醒 | 莉莉丝 |
| 2 | 荒野行动 | 网易 | 万国觉醒 | 莉莉丝 | 使命召唤手游 | 动视暴雪 &腾讯 |
| 3 | 万国觉醒 | 莉莉丝 | 荒野行动 | 网易 | PUBG MOBILE | 腾讯 |
| 4 | AFK Arena | 莉莉丝 | 火枪纪元 | FunPlus | 荒野行动 | 网易 |
| 5 | 黑道风云 | 有塔网络 | 王国纪元 | IGG | 火枪纪元 | FunPlus |
| 6 | 火枪纪元 | FunPlus | AFK Arena | 莉莉丝 | 王国纪元 | IGG |
| 7 | 王国纪元 | IGG | 黑道风云 | 有塔网络 | 黑道风云 | 有塔网络 |
| 8 | 无尽对决 | 沐瞳科技 | 风之大陆 | 紫龙游戏 | 剑与远征 | 莉莉丝 |
| 9 | 风之大陆 | 紫龙游戏 | 守望黎明 | &NEOCRAFT 龙创悦动 | 守望黎明 | 龙创悦动 |
| 10 | 消消庄园 | 时空幻境 | 阿瓦隆之王 | FunPlus | 阿瓦隆之王 | FunPlus |
| 11 | 阿瓦隆之王 | FunPlus | 消消庄园 | 时空幻境 | 奇妙庄园 | 时空幻境 |
| 12 | 末日孤城 | 龙创悦动 | 无尽对决 | 沐瞳科技 | 风之大陆 | 紫龙游戏 &NEOCRAFT |
| 13 | 第五人格 | 网易&心动网络 | 梦幻模拟战 | 紫龙游戏 | 无尽对决 | 沐瞳科技 |
| 14 | 梦幻模拟战 | 紫龙游戏 | 碧蓝航线 | Yostar | 仙境传说 RO | 心动网络 &GungHO |

| | | | | | | |
|----|-------------|-----------------|-------------|--------------------------|-------------|---------------|
| 15 | 仙境传说 RO | 心动网络 &GungHO | 第五人格 | 网易 | Be The King | 创酷互动 |
| 16 | 崩坏 3 | 米哈游 | 仙境传说 RO | &心动网络 心动网络 &GungHO | 梦幻模拟战 | 紫龙游戏 |
| 17 | 列王的纷争 | 智明星通 | 弓箭传说 | 海彼网络 | 苏丹的游戏 | 梦加网络 &点触科技 |
| 18 | 弓箭传说 | 海彼网络 | Be The King | 创酷互动 | 列王的纷争 | 智明星通 |
| 19 | Be The King | 创酷互动 | 苏丹的游戏 | 梦加网络 &点触科技 | 放置奇兵 | 卓杭网络 |
| 20 | 放置奇兵 | 卓杭网络 | 放置奇兵 | 卓杭网络 | 崩坏 3 | 米哈游 |

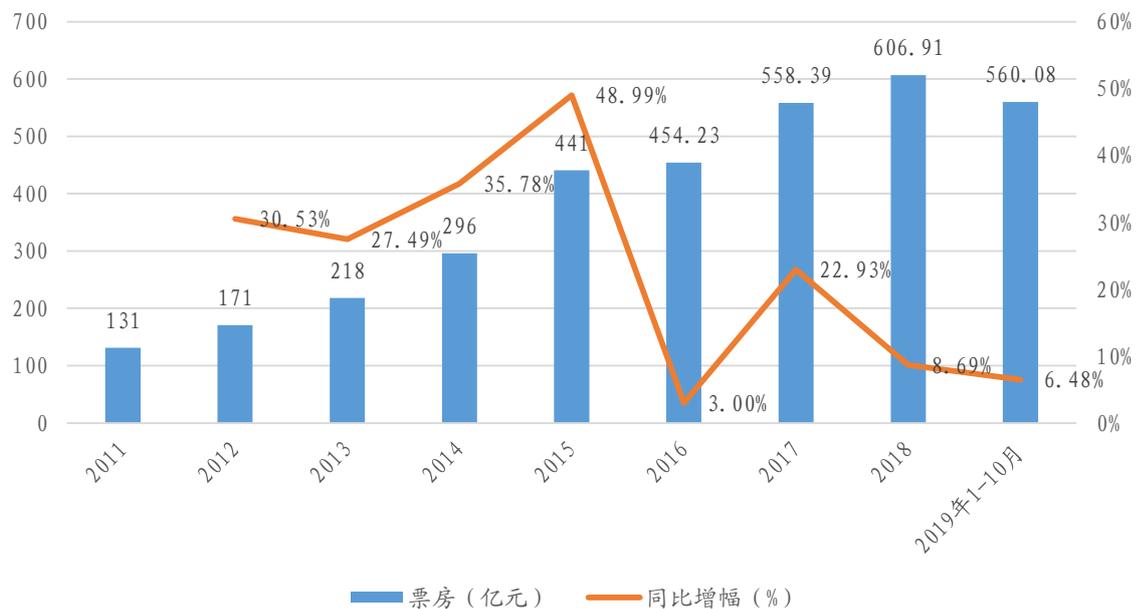
资料来源: Sensor Tower, 中原证券

2.2. 电影: 上半年不振, 下半年复苏, 渠道拐点预计 1-2 年出现

2.2.1. 票房观影人次双增, 下半年表现好于上半年

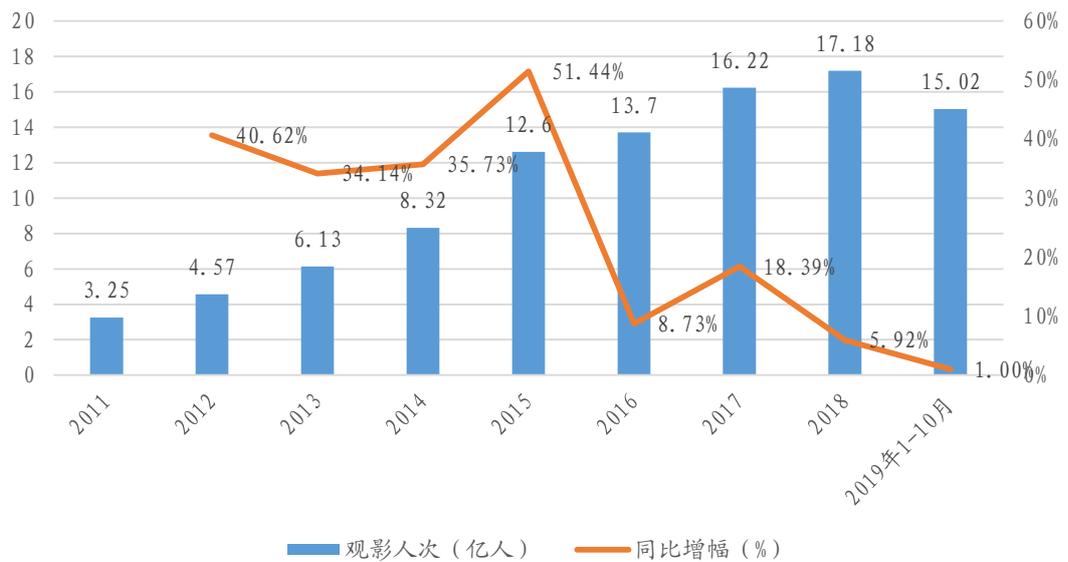
截止至 2019 年 10 月 31 日, 2019 年票房合计为 560.08 亿元(含服务费), 同比增加 6.48%。
观影人次 15.02 亿人次, 同比增加 1%。

图 13: 2011-2019 年 10 月票房与同比增幅



资料来源: 猫眼专业版, 中原证券

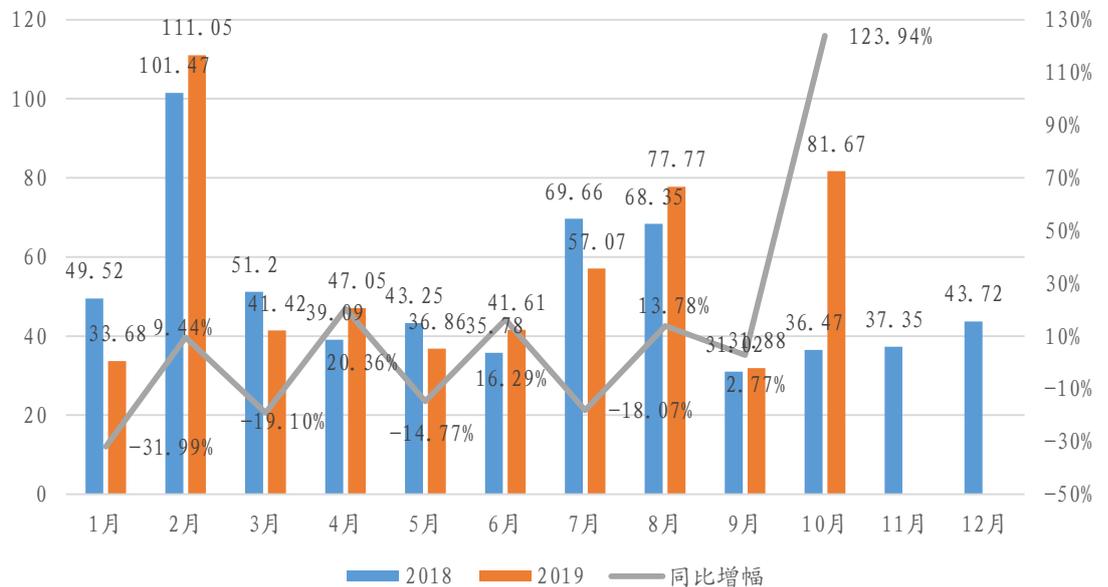
图 14: 2011-2019 年 10 月观影人次与同比增幅



资料来源：猫眼专业版，中原证券

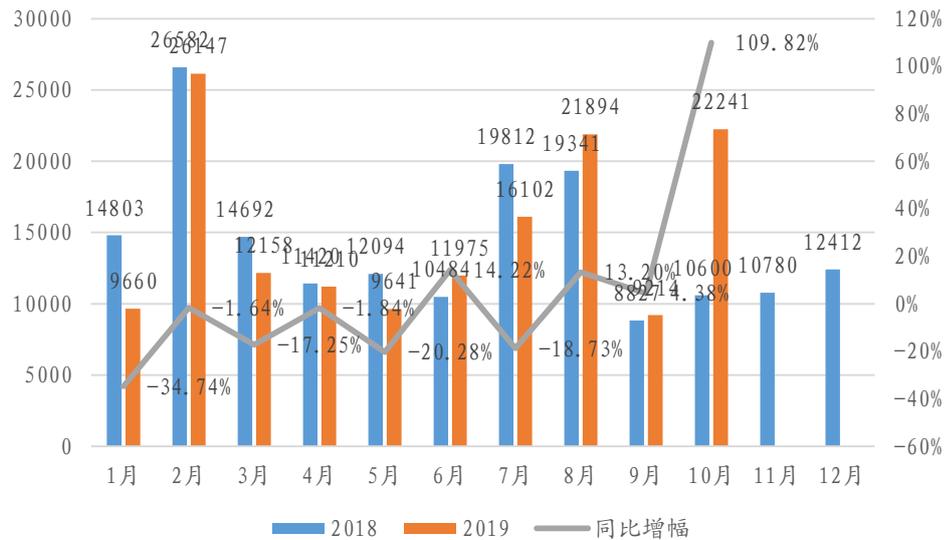
如果聚焦单月票房情况，总体而言，下半年电影市场的表现要明显好于上半年，6 月、8 月、9 月与 10 月都能够实现票房和观影人次双增长，4 月虽然票房实现了 20% 以上的增幅，但这主要受益于《复仇者联盟 4》的上映，平均票价较高，观影人次实际下降了 1.38%。

图 15: 2018-2019 年 10 月单月票房与增幅



资料来源：猫眼专业版，中原证券

图 16: 2018-2019 年 10 月单月观影人次与增幅



资料来源：猫眼专业版，中原证券

2.2.2. 平均票价涨幅新高，预计未来理性上浮

拆分到平均票价，前 10 个月平均票价 37.3 元，比 2018 年提高了 2 元左右，提价幅度约为 5.66%，达到了近几年来最高的水平。

图 17: 2011-2019 年 10 月平均票价



资料来源：猫眼专业版，中原证券

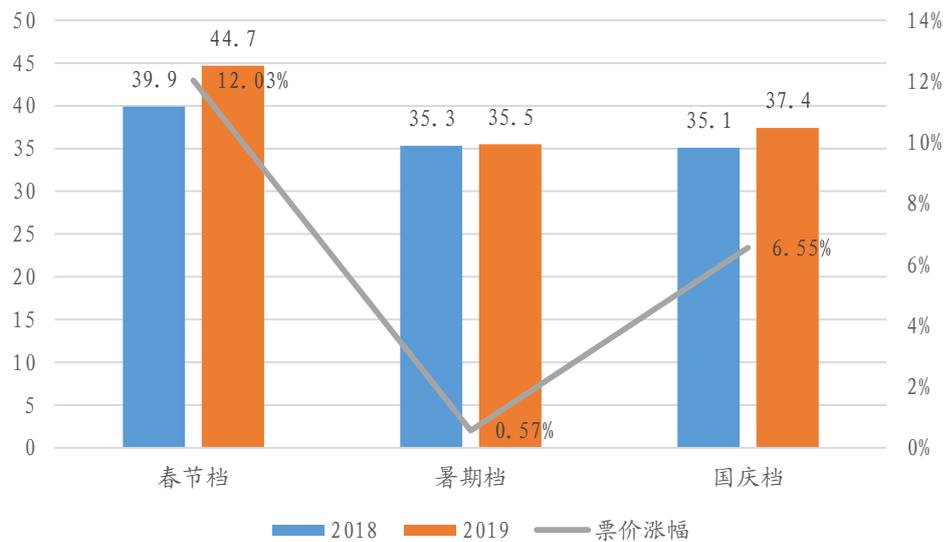
注：2016 年以前票房不区分服务费

我们认为，票价大幅度上涨要从两个方面解读：一是随着影院和银幕数量的增加，影院之间的竞争越来越激烈，加上 Q1-Q3 电影市场票房和观影人次一直处在负增长的状态之中，不仅对影院的放映业务造成打击，还对非票业务带来了影响，因此影院不得不通过提高票价的形式来覆盖产生的经营成本。另一方面是此前市场过于乐观地估计了观众的观影需求，对于热门档期制定了过高的票价策略，对观众造成了伤害。

如果对比 2018 年与 2019 年三个热门档期（春节档、暑期档和国庆档）的平均票价变化可以有更直观的感受，春节档的平均票价上涨幅度达到 12% 以上，大年初一当天单日票价涨幅甚至高达 15% 以上，远高于 2019 年全年平均票价的上涨幅度，在上映影片内容品质没有发生重大改变的情况下，观影人次比 2018 年同期减少了约 10%，可以发现高票价策略对于观众的需求存在着比较强烈的压制效果。

在此后的暑期档（7 月与 8 月）以及国庆档可以看出票价涨幅有了比较明显的克制，暑期档的平均票价几乎没有发生变化；在影片质量明显提高，票房观影人次同比双双大增的 2019 年国庆档里，平均票价上涨幅度也仅略高于全年票房涨幅。

图 18: 2018-2019 年热门档期平均票价变化



资料来源：猫眼专业版，中原证券

我们认为未来国内电影市场的平均票价将会继续随着档期、上映影片、经营情况等多种因素调整波动，通过对价格杠杆的调节来实现影院收益的最大化，在平均票价与观影需求的波动之间寻找平衡点，但总体而言票价增长幅度会处于相对理性的状态。

2.2.3. 院线与影投龙头市占率优势明显

目前国内院线行业的竞争情况一直都处于比较稳定的格局之中，TOP10 院线排名几乎没有发生过重大变化，万达院线始终位于行业龙头的位置，在 2019 年以 13.96% 的市占率领先排名第二的大地院线超 4 个百分点，连续数年都以比较大的市占率优势稳居榜首位置。

从集中度角度看，万达院线、上海联合院线、幸福蓝海、华夏联合院线市占率均有不同程度上升，TOP10 院线集中度也已经连续数年处于升势，从 16 年的 67.43% 上升至 18 年的 68.73%，2019 年虽然有小幅下降，但总体还是维持在比较平稳的状态；TOP3 院线市占率已经连续 4 年上升。

在影投公司方面，TOP3、TOP5、TOP10 影投公司市占率均有不同程度的下降，虽然 TOP10

影投公司中 4-10 名排名变动较为频繁，但总体而言，市占率前三名始终是万达电影、大地影院以及横店院线。其中万达电影市占率优势明显。

表 5: 2016-2019 年 10 月国内院线市占率 TOP10 (含服务费)

| 2016 | | 2017 | | 2018 | | 2019 年 1-10 月 | |
|------|--------|------|--------|------|--------|---------------|--------|
| 院线名称 | 市占率 | 院线名称 | 市占率 | 院线名称 | 市占率 | 院线名称 | 市占率 |
| 万达院线 | 13.37% | 万达院线 | 12.89% | 万达院线 | 13.49% | 万达院线 | 13.96% |
| 大地院线 | 8.06% | 大地院线 | 8.63% | 大地院线 | 9.89% | 大地院线 | 9.85% |
| 上海联合 | 7.84% | 上海联合 | 8.08% | 上海联合 | 7.97% | 上海联合 | 8.01% |
| 中影星美 | 7.58% | 中影南方 | 7.31% | 中影南方 | 7.43% | 中影南方 | 7.26% |
| 中影南方 | 7.11% | 中影数字 | 7.30% | 中影数字 | 7.34% | 中影数字 | 6.65% |
| 中影数字 | 6.48% | 中影星美 | 7.13% | 中影星美 | 6.38% | 中影星美 | 5.41% |
| 广州金逸 | 6.08% | 广州金逸 | 5.28% | 广州金逸 | 5.00% | 广州金逸 | 4.97% |
| 横店院线 | 4.55% | 横店院线 | 4.37% | 横店院线 | 4.34% | 横店院线 | 4.28% |
| 浙江时代 | 3.19% | 华夏联合 | 3.38% | 华夏联合 | 3.46% | 幸福蓝海 | 3.92% |
| 华夏联合 | 3.17% | 幸福蓝海 | 3.25% | 幸福蓝海 | 3.42% | 华夏联合 | 4.18% |
| CR3 | 29.27% | CR3 | 29.60% | CR3 | 31.36% | CR3 | 31.81% |
| CR5 | 43.96% | CR5 | 44.21% | CR5 | 46.13% | CR5 | 45.72% |
| CR10 | 67.43% | CR10 | 67.62% | CR10 | 68.73% | CR10 | 68.47% |

资料来源：艺恩数据，中原证券

表 6: 2016-2019 年 10 月国内影投市占率 TOP10 (含服务费)

| 2016 | | 2017 | | 2018 | | 2019 年 1-10 月 | |
|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------------|--------|
| 影投名称 | 市占率 | 影投名称 | 市占率 | 影投名称 | 市占率 | 影投名称 | 市占率 |
| 万达电影 | 14.47% | 万达电影 | 13.48% | 万达电影 | 13.37% | 万达电影 | 13.42% |
| 大地影院 | 5.32% | 大地影院 | 5.20% | 大地影院 | 4.75% | 大地影院 | 4.52% |
| 横店院线 | 4.06% | 横店院线 | 3.85% | 横店院线 | 3.72% | 横店院线 | 3.68% |
| 金逸影视 | 3.74% | 星美影院 | 3.25% | CGV 影城 | 2.88% | CGV 影城 | 2.97% |
| 中影影院投资 | 3.60% | 金逸影视 | 3.10% | 中影影城投资 | 2.87% | 中影影院投资 | 2.83% |
| 星美影城 | 3.55% | 中影影院投资 | 2.98% | 金逸影视 | 2.77% | 金逸影视 | 2.77% |
| CGV 影城 | 2.97% | CGV 影城 | 2.93% | 星美影城 | 2.03% | 博纳影业 | 1.65% |
| 太平洋影管 | 2.01% | 耀莱影城 | 1.88% | 太平洋影管 | 1.66% | 耀莱影城 | 1.57% |
| 橙天嘉禾 | 1.78% | 太平洋影管 | 1.85% | 耀莱影城 | 1.65% | 百老汇 | 1.55% |
| 保利影业 | 1.77% | 保利影业 | 1.61% | 百老汇 | 1.58% | 太平洋影管 | 1.49% |
| CR3 | 23.86% | CR3 | 22.54% | CR3 | 21.84% | CR3 | 21.62% |
| CR5 | 31.19% | CR5 | 28.88% | CR5 | 27.59% | CR5 | 27.41% |
| CR10 | 43.28% | CR10 | 40.12% | CR10 | 37.27% | CR10 | 36.43% |

资料来源：艺恩数据，中原证券

2.2.4. 单银幕产出继续下降，拐点或将在 1-2 年内出现

根据灯塔专业版的数据显示，截止至 2019 年 11 月 11 日，全国银幕数量达到 66847 块，相比 2018 年新增 5530 块，增加了 8.66%，银幕的增幅目前仍然要高于票房的增长幅度。

每块银幕平均产生票房为 86.28 万元，比 2018 年减少了 12.57%，虽然 2019 年的数据不包括 11 月下旬以及 12 月的票房，但基本可以判断年内单银幕票房产出难以明显回升。

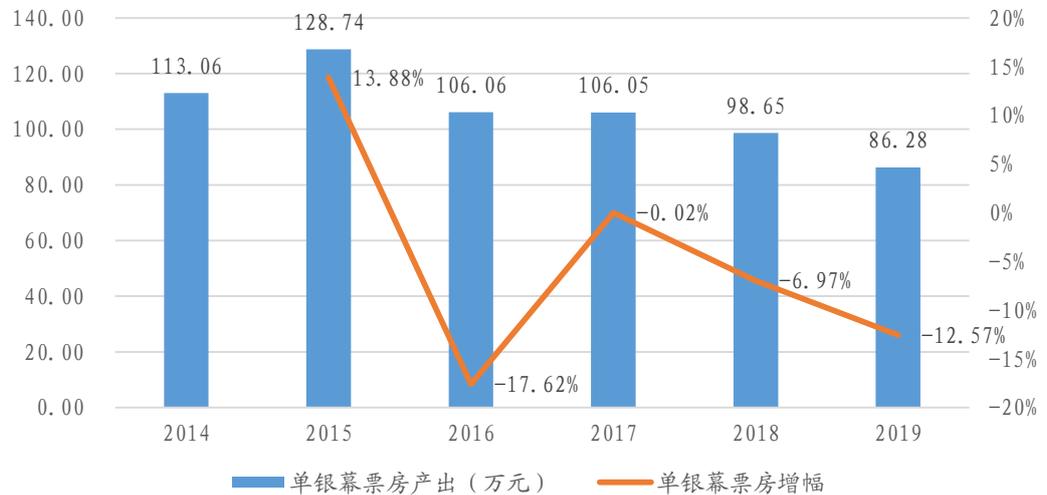
图 19: 2014-2019 银幕数量与增幅



资料来源：灯塔专业版，中原证券

注：2019 年数据截止至 11 月 11 日

图 20: 2014-2019 单银幕产出与增幅



资料来源：灯塔专业版，中原证券

注：2019 年数据截止至 11 月 11 日

2018 年 11 月国家电影局下发的文件《关于加快电影院建设，促进电影市场繁荣发展的意见》中指出，要在 2020 年底银幕数量达到 8 万块，并通过现金补助的形式鼓励在中西部地区开设新影院或改扩建影院。

按照 2018 年的银幕数据，需要达到每年平均 15% 左右的增速才能实现 8 万块银幕的目标，

但从 2019 年当前的银幕增速来看，预计全年银幕增速不超过 10%，银幕的增加速度开始逐年下降。

我们认为，在当下影院竞争压力与经营压力日益加大的市场环境之下，关停或退出的影院数量也在增加，2020 年 8 万块银幕数量的目标存在难以实现的可能，但这反而更有利于行业拐点的提前出现，随着 2019 年全年单银幕产出下滑的速度会进一步收窄，预计在银幕增速下降以及票房继续增长的预期之下，渠道端银幕产出的拐点有望在 2020 年下半年或 2021 年出现。

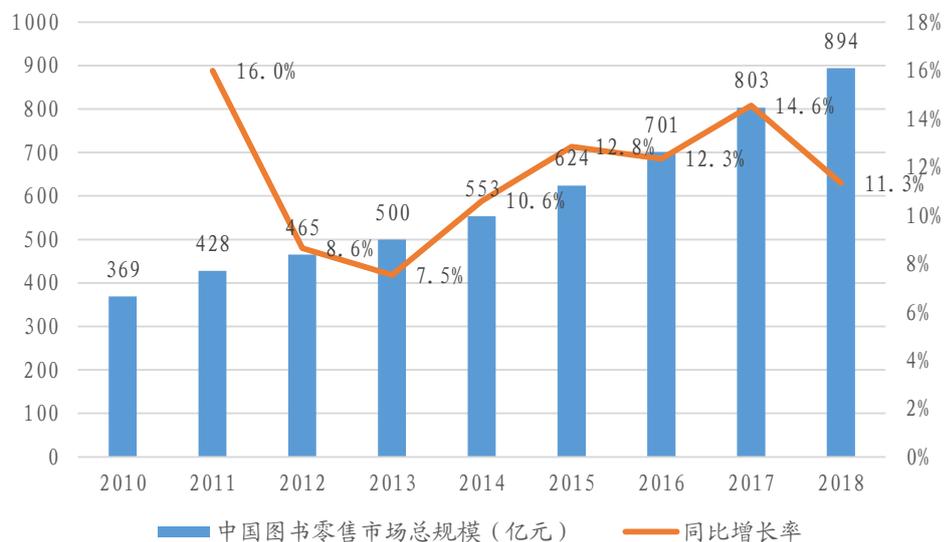
2.3. 图书出版：行业稳健增长，少儿、社科品类占比最高

2.3.1. 网上渠道推动图书零售市场增长

根据开卷信息显示，2019 年前三季度图书零售市场销售码洋同比增长 12.78%，比上半年的 10.82% 同比增幅略有提升。其中实体店销售码洋同比下降 7.03%，降幅比上半年的 11.72% 收窄，网店销售码洋增加 24.80%，与上半年的 24.19% 增幅基本持平。对比 2012 年以来实体书店和网店渠道的销售情况，国内图书零售市场的整体增长基本都是靠网店渠道推动。

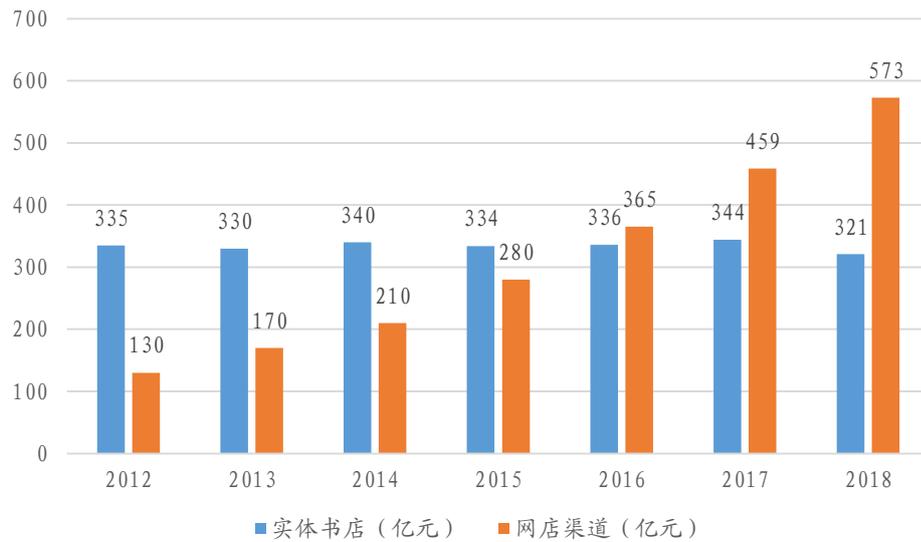
考虑到网店打折活动较为频繁且力度相比实体书店更大（19 年 H1 为 6 折，不包含满减、满赠、优惠券等活动），因此在实际的销售额上，网店渠道与实体店渠道的差距要低于销售码洋的差距。

图 21：中国图书零售市场总规模



资料来源：开卷信息，中原证券

图 22: 2018 年国内图书零售市场渠道销售情况

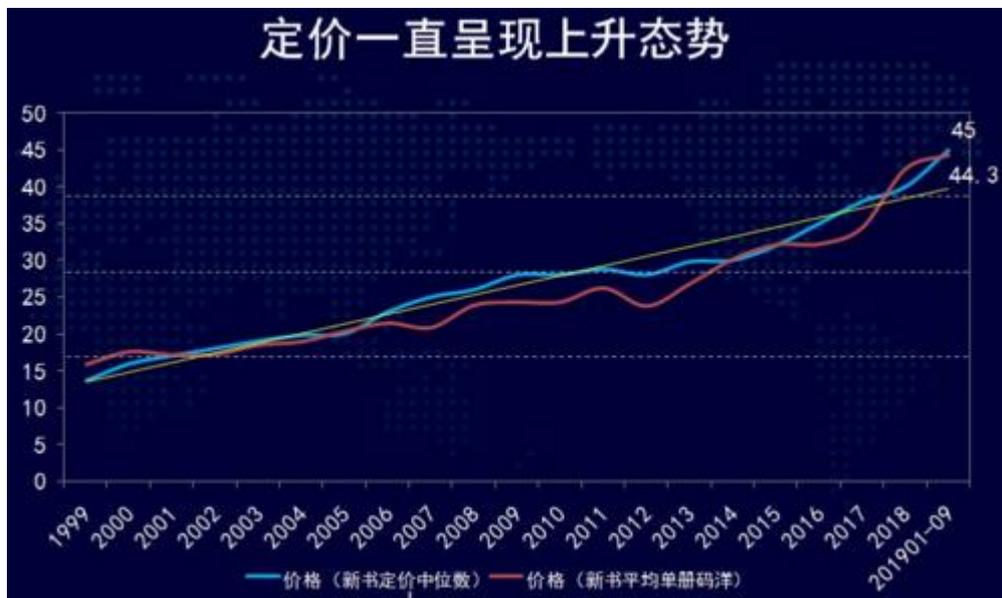


资料来源: 开卷信息, 中原证券

2.3.2. 定价上升, 新书品种减少

近年来新书定价基本呈现比较明显的上升趋势, 截止至 2019 年三季度, 新书定价中位数达到 45 元, 新书平均单册码洋达到 44.3 元, 主要还是受人工成本、纸张成本提高以及线上渠道多采用“高定价+低折扣”的运营模式影响。

图 23: 2019Q1-Q3 新书定价情况



资料来源: 开卷信息, 中原证券

2019 前三季度新书品种为 14.72 万, 同比减少 4.37%, 新书品种从 2012 年到 2018 年的 7 年间基本维持在 20 万-21 万左右, 新书品种增长陷入瓶颈的原因除了出版社选题创新不足、库存压力大之外, 部分原因也在于国家开始对书号进行管控, 书号的数量大幅下降。

图 24: 2019Q1-Q3 新书动销品种数量



资料来源: 开卷信息, 中原证券

2.3.3. 少儿类图书占比最高, 社科类图书增长较快

少儿类图书依然是零售市场中码洋必中最大的细分品类, 占整个市场的 26.05%, 社科类图书排名第二, 码洋比重为 25.55%, 但社科类图书的增长速度比较快, 占比上升了 2.08 个百分点, 少儿类图书上升了 0.98 个百分点。文学类图书码洋比重虽然排在第四, 但占比下滑幅度比较大, 下降了 1.58 个百分点, 是下滑幅度最大的图书品类。

表 7: 2019 前三季度不同细分市场码洋比重结构

| 分类 | 码洋比重 | 同比变动 (百分点) | 动销品种数 | 动销品种比重 |
|------|--------|------------|--------|--------|
| 少儿 | 26.05% | 0.98 | 278774 | 14.63% |
| 社科 | 25.55% | 2.08 | 464077 | 24.35% |
| 教辅教材 | 18.20% | 0.24 | 339777 | 17.83% |
| 文学 | 9.97% | -1.58 | 166877 | 8.76% |
| 科技 | 7.53% | 0.33 | 337093 | 17.69% |
| 语言 | 5.97% | -0.84 | 84700 | 4.44% |
| 艺术 | 3.06% | -0.51 | 115075 | 6.04% |
| 生活休闲 | 2.45% | -0.55 | 83521 | 4.38% |
| 传记 | 1.13% | -0.17 | 33740 | 1.77% |
| 综合图书 | 0.08% | 0.00 | 1920 | 0.10% |

资料来源: 开卷信息, 中原证券

在线下销售渠道中, 教材教辅码洋比重最高, 并且是除了少儿品类之外唯一在线下渠道码洋占比正增长的图书品类。而在线上渠道中, 少儿品类、社科品类以及教材教辅的码洋占比相对最高, 切占比也都实现了不同程度的上升, 社科类图书上升幅度最大, 达到 2.62%。

表 8: 2019 前三季度不同细分市场码洋比重结构图

| 细分类 | 实体书店 | | 网上书店 | |
|------|--------|---------------|--------|---------------|
| | 码洋比重 | 同比变化 (百分点) | 码洋比重 | 同比变化 (百分点) |
| 教辅教材 | 33.30% | 2.96 | 15.27% | 0.75 |
| 社科 | 21.41% | -1.11 | 26.36% | 2.62 |
| 少儿 | 17.59% | 0.09 | 27.69% | 0.53 |
| 文学 | 12.20% | -0.23 | 9.54% | -1.77 |
| 语言 | 5.07% | -0.49 | 6.15% | -1.01 |
| 科技 | 3.73% | -0.70 | 8.27% | 0.30 |
| 艺术 | 2.49% | -0.26 | 3.18% | -0.62 |
| 生活休闲 | 2.35% | -0.42 | 2.46% | -0.59 |
| 传记 | 1.74% | 0.10 | 1.01% | -0.19 |

资料来源: 开卷信息, 中原证券

2.3.4. 出版领域竞争格局相对松散

2018 年国内 36 家出版集团码洋占有率为 51.77%，与 2017 年相比小幅下降 0.63 个百分点，大型出版集团的竞争力保持稳定。随着国家关于推动文化企业并购重组、组建大型出版传媒集团的发展规划初见成效，出版集团之间走向跨地域、跨类别的直接竞争，图书发行市场的地域分割、市场分割格局逐渐被打破，竞争程度日趋激烈。

表 9: 2018 年图书市场出版社码洋占有率 TOP10

| 名次 | 出版社 | 占有率 |
|----|------------------|-------|
| 1 | 北京联合出版有限责任公司 | 2.62% |
| 2 | 中信出版集团股份有限公司 | 2.47% |
| 3 | 世界图书出版有限公司 | 2.08% |
| 4 | 机械工业出版社 | 1.53% |
| 5 | 商务印书馆有限公司 | 1.45% |
| 6 | 人民文学出版社有限公司 | 1.38% |
| 7 | 人民日报出版社 | 1.36% |
| 8 | 外语教学与研究出版社有限责任公司 | 1.28% |
| 9 | 湖南文艺出版社有限责任公司 | 1.26% |
| 10 | 教育科学出版社 | 1.22% |

资料来源: 开卷信息, 中原证券

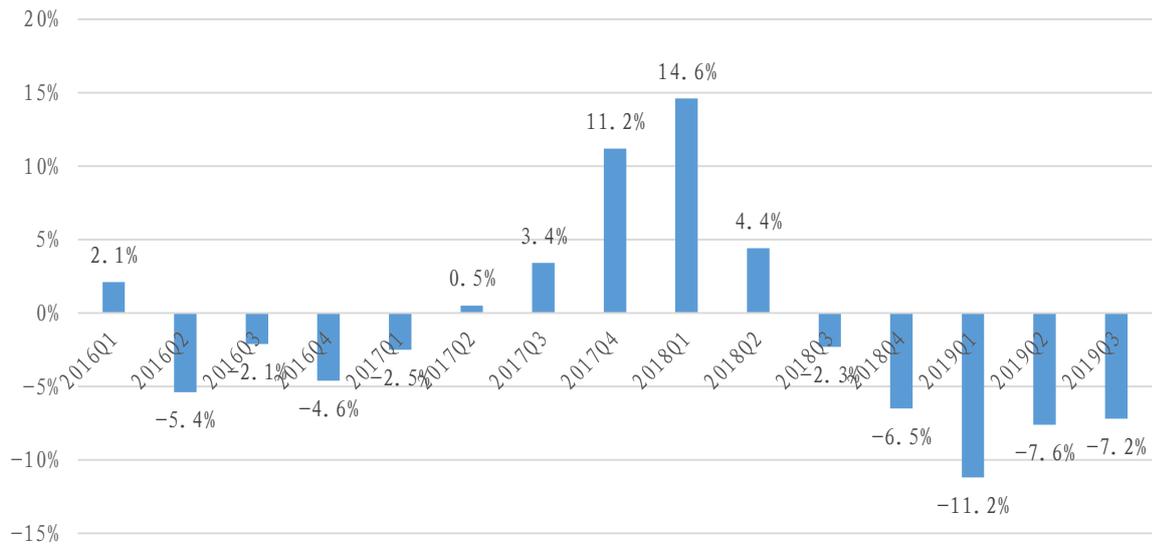
总体来看，出版社集中度较低，仅有 TOP3 的出版社市占率超过 2%，TOP10 市占率也仅为 16.65%，出版行业竞争格局比较松散。

2.4. 广告：投放规模缩减，广告主结构调整

2.4.1. 受经济冲击，行业整体投放规模缩减

根据 CTR 数据显示，受到经济环境的影响，上游广告主对 2019 年整体经济市场的信息产生了波动，导致中国广告进入调整期，前三季度国内整体广告市场下降 8.0%，其中传统广告市场下降 11.4%。从 2018 年下半年开始，广告市场就进入了持续的调整过程，在 2019Q1 触底后，刊例花费逐季有小幅的回升。

图 25：2016-2019Q3 单季度全媒体广告刊例花费同比增幅

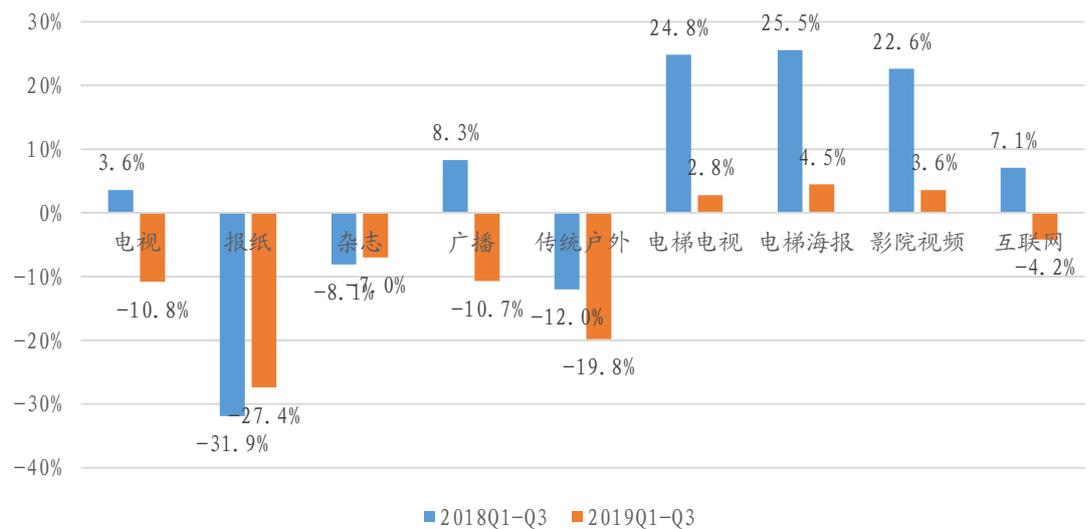


资料来源：CTR，中原证券

对比 2018 前三季度与 2019 前三季度不同媒介广告刊例花费的变化情况可以发现，包括电视、报纸、杂志、广播等在内的传统媒体都出现“全军覆没”的情况，在 2018 年前三季度还能实现正增长的电视媒体与广播媒体在 2019 年前三季度都出现了负增长的情况。

在生活圈媒体方面，电梯电视、电梯海报以及影院视频是 2019 年前三季度仅有的能够实现正增长的媒体渠道，但上涨的幅度明显放缓，均同比下滑了约 20-22 个百分点。

图 26: 2018 前三季度与 2019 前三季度各媒介广告刊例花费变化



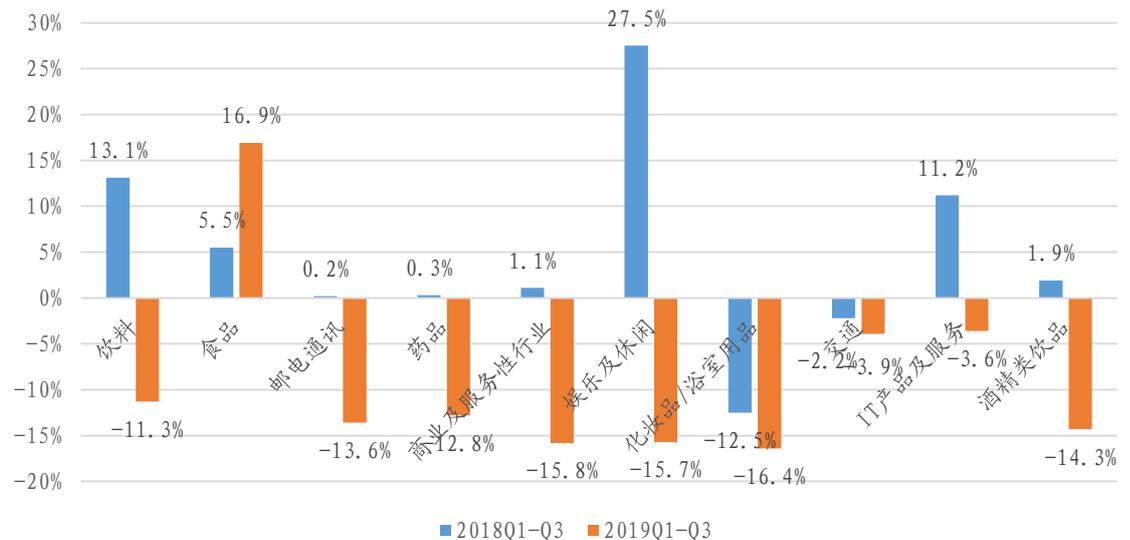
资料来源: CTR, 中原证券

2.4.2. 食品行业广告主投放逆势增长

在 2019 年前三季度广告市场投放的 TOP10 行业中, 饮料、食品、邮电通讯、药品、商业及服务性行业的广告投放刊例花费排在前五, 但仅有食品行业的投放花费实现了 16.9% 的正增长, 其他行业在 2019 年的广告投放花费都有不同程度的下降。可见食品类品牌的广告投放需求受经济波动干扰相对比较小, 在经济调整期依然可以实现稳定的增加。

在食品行业中投放增幅比较明显的细分品类有零食糖果、奶类制品以及方便食品, 康师傅、妙可蓝多、德芙等品牌花费增长明显。同时食品类品牌在电梯电视的投放出现了明显的增加, 达到了 215.3%。

图 27: 2018 前三季度与 2019 前三季度各行业投放刊例花费变化

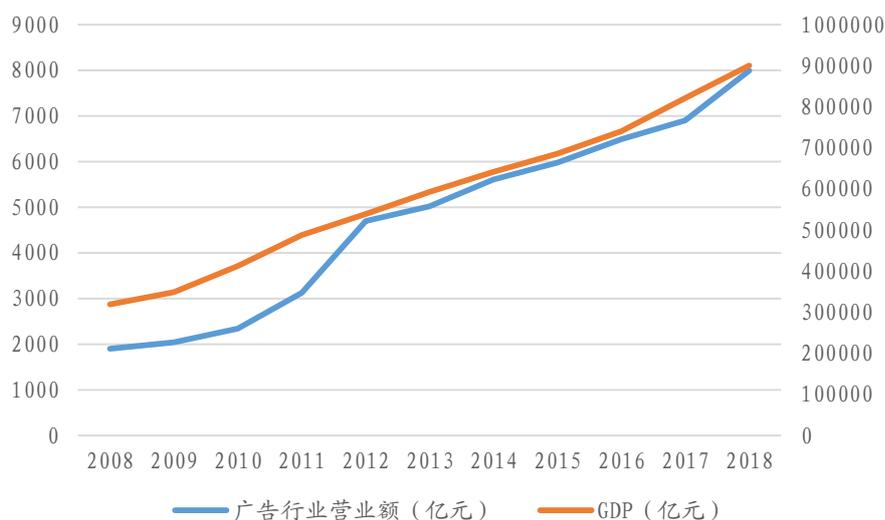


资料来源: CTR, 中原证券

2.4.3. 行业呈现后周期属性，关注宏观经济变化

通过比对国内广告行业市场规模以及 GDP 的变化趋势可以发现，广告行业与国内经济环境的发展具备高度的正相关性，自 2012 年以后，广告行业市场规模占 GDP 比重已经进入相对稳定的区间，约在 0.85%-0.90% 之间，因此基本可以判断广告营销行业属于周期性较强的行业，市场增长幅度受外部宏观经济因素影响较大。

图 28: 广告行业市场规模与 GDP 比对

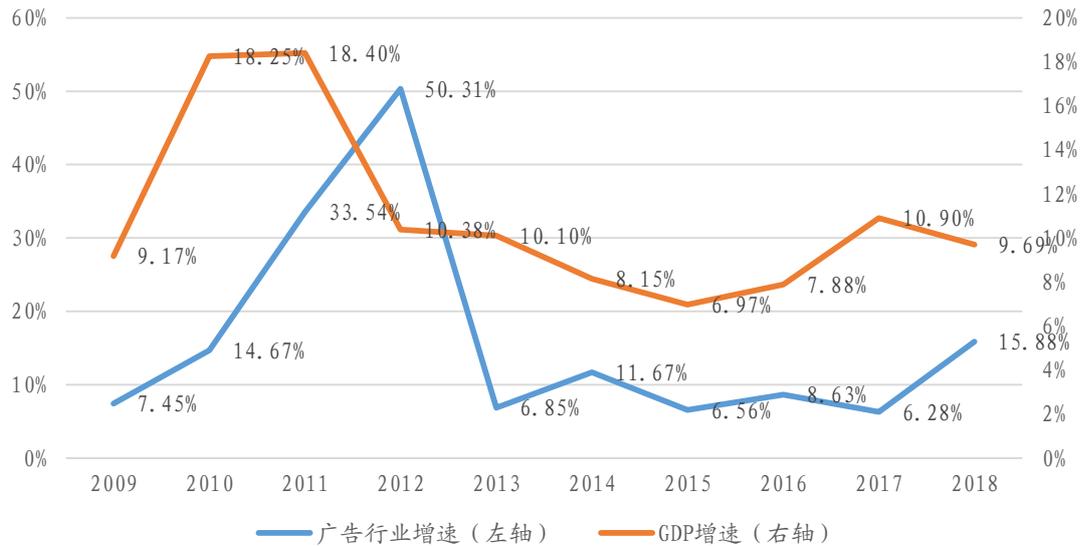


资料来源：国家工商行政管理总局，国家统计局，Wind，中原证券

再对 2009-2018 年间 GDP 增速与广告行业的增速进行比对可以发现广告行业的规模变动往往要滞后于 GDP 的变动一年左右，即某年宏观经济的变动会反应在下一年广告的市场规模的变动中。

我们认为导致广告市场规模变动滞后于宏观经济变动的主要原因是外部宏观经济的变化本身会影响下游消费者的消费需求，进而对各行业广告主的收入产生一定的影响，而上游广告主的收入情况则决定了对下一年广告投入的预算花费，因此宏观经济的变动需要约 1 年左右的时间才会传导到广告市场。

图 29: 广告行业市场规模增速与 GDP 增速对比



资料来源: 国家工商行政管理总局, 国家统计局, Wind, 中原证券

因此如果要观察广告市场的复苏需要先观察宏观经济的整体情况, 如果外部经济出现了复苏的迹象, 广告行业也有望走出低迷的调整时期, 迎来再一次的增长。

3. 展望云游戏: 确定性较高的行业发展方向

3.1. 国际巨头纷纷布局, 重视产业链中“云”的重要性

从目前行业发展的趋势来看, 5G 的发展与普及对传媒行业将会是一个异常重要的标志, 而作为 5G 最大的优势之一, 超高的传输速率则为云游戏的发展和应用提供了可能。

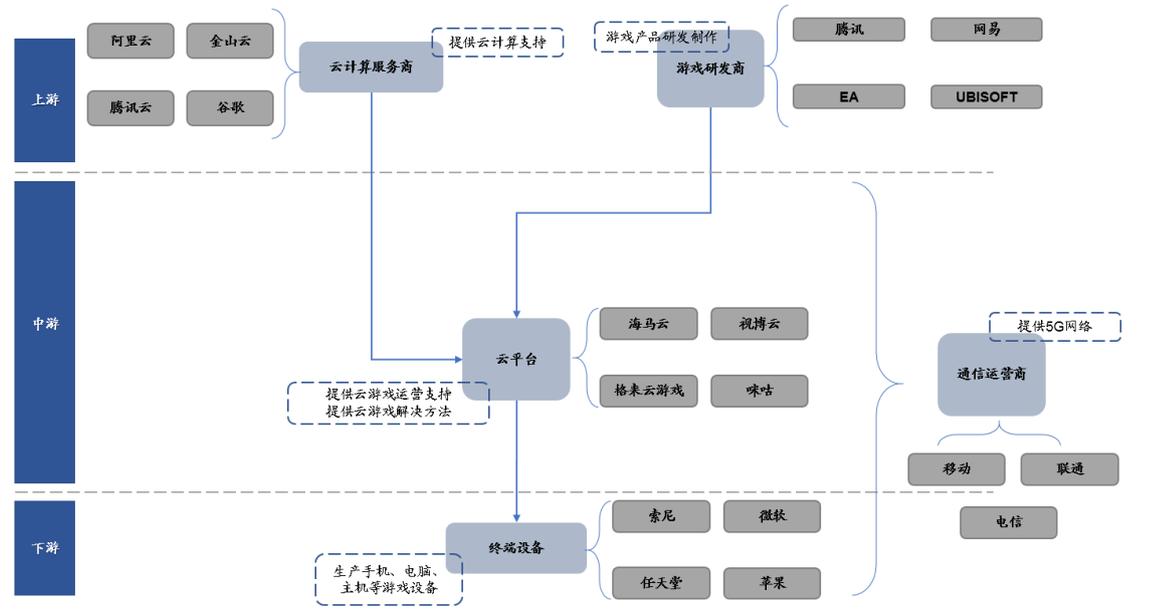
相比传统的需要将游戏程序下载至游戏终端设备(如手机、电脑等)的方式, 云游戏可以通过云计算的技术实现全新的游戏模式。在云游戏的运作模式下, 所有的游戏均能够在云端服务器实现运行、渲染、存储后再将视频画面进行压缩通过网络传输回游戏终端, 此时游戏终端不需再承载过多的运算任务, 对硬件也不需要提出过高的要求, 而是仅作为传输玩家交互指令、视频与音频信号等讯息的中端。玩家完全可以在游戏设备上实现点击即玩, 无须下载游戏客户端。

目前的网页游戏以及微信小程序、H5 游戏等在某种程度上可以看作云游戏“点击即玩, 无需下载”的雏形, 但受制于网络传输速度、云计算技术的限制, 在游戏画面以及产品性能上需要大打折扣, 无法实现通过网页运行大型游戏的目标。而在 5G 的超高传输速度下, 通过云计算的方式运行大型游戏便成为了可能。

传统的游戏产业链主要以游戏的研发发行方、网络服务供应方以及游戏设备供应方组成, 相比于传统的游戏行业产业链, 云游戏的产业链中加入了云平台和云计算服务商, 强调“云”

的作用。上游是包括腾讯、网易、暴雪等在内的游戏产品的研发商，主要负责为云游戏提供内容产品；同样处于上游的还有云计算服务商，为云游戏提供算力支持，保障云游戏的产品正常运行；中游的云计算服务商作为平台，向玩家提供游戏产品以及向游戏厂商提供云游戏解决方案；下游的设备厂商负责生产包括手机、电脑、游戏主机等在内的云游戏所需要的终端设备；在整个产业链中，云游戏所需要的高速稳定的网络服务则由网络通信运营商负责提供。

图 30: 云游戏产业链



资料来源：公开资料，中原证券

目前云游戏已经成为游戏行业比较确定性的一个重要发展方向之一，不仅索尼、微软、腾讯等在内的国际游戏公司巨头相继宣布要推出自己的云游戏平台，谷歌、英伟达等非游戏行业的大型企业也开始在云游戏行业实现布局。

图 31: 国际巨头布局云游戏时间表



资料来源：腾讯研究院，公开资料，中原证券

在国内的公司方面，除了腾讯以及各类专注于云游戏平台的垂直领域公司之外，以华为、中国移动为代表的通信领域大型公司也开始纷纷表态会在云游戏方面加大投入或建立自己的云游戏平台。预计随着 5G 技术以及云游戏平台技术的逐渐成熟，以往云游戏平台要面临的由网络传输速度限制带来的延迟、掉帧、画面模糊等问题都能够有效得到解决，在内容上也会有越来越多的游戏产品逐渐加入云游戏平台，通过内容扩展平台，再通过平台吸引优质内容，从而建立一个良性的内容与平台的循环。

3.2. 无视硬件门槛，打开用户增长空间

在云游戏的模式下，运算、渲染的过程大部分交由云端完成，电脑本身并不承担过多的运算功能，只是作为接收用户指令以及显示装置，因此也不再需要花费高昂的费用购置高端的显卡、CPU、内存等硬件设备，减轻了玩家需要承担的经济成本；相似的，由于手机也不再需要承担游戏的运算功能，使得未来手机也能够摆脱现有的轻度游戏方式，甚至可以做到在手机上运行只有电脑和主机才能够运行大型游戏；游戏厂商也不必为了考虑设备的便携性与玩家购置设备的成本而做出画面、音乐等内容的牺牲。大屏游戏与小屏游戏之间性能的界限越来越模糊，即使是重度游戏产品也可以在电脑与手机之间互相连通。

参考目前主流 3A 大作（如《荒野大镖客 2》、《怪物猎人：世界》等）的配置要求，如果想要拥有良好的游戏体验（不仅限于最低的画面质量，而是能够体验较高的帧率，较为清晰的光影效果等），通常需要花费 5000 元左右购置的一台中高配置的电脑主机，而如果想要拥有更为极致的游戏体验，通常购置电脑主机的成本可能需要接近万元。

表 10: 热门游戏大作硬件配置需求

| 游戏名称 | | CPU | 内存 | 显卡 | 主机参考价格 |
|----------|------|--------------------------|-------|---|--------|
| 荒野大镖客 2 | 最低配置 | Intel® Core™ i5-2500K | 8GB | NVIDIA® GeForce® GTX 770 2GB | 4199 |
| | 推荐配置 | Intel® Core™ i7-4770K | 12GB | NVIDIA® GeForce® GTX 1060 6GB VRAM | 4999 |
| 绝地求生：大逃杀 | 最低配置 | Intel Core i5-4430 | 8GB | NVIDIA GeForce GTX 960 2GB | 4099 |
| | 推荐配置 | Intel Core i5-6600K | 16 GB | NVIDIA GeForce GTX 1060 3GB | 4399 |
| 怪物猎人：世界 | 最低配置 | Intel® Core™ i5-4460 | 8GB | NVIDIA® GeForce® GTX 760 | 3899 |
| | 推荐配置 | Intel® Core™ i7 3770 | 8GB | NVIDIA® GeForce® GTX 1060 (VRAM 3GB) | 4599 |

资料来源：Steam，电商网站，中原证券

注：主机参考价格可能随其他硬件配置不同而变化，仅为参考价格且不包含显示器

从过去移动游戏的发展路径来看，早期手游依靠较低的获取门槛、碎片化的游戏时间以及高度便捷等特点占据了大量的游戏用户份额，在 4G 普及率提高后出现了《王者荣耀》、《和平

精英》等大型重度游戏产品并且拥有超高活跃度,《王者荣耀》DAU 最高破亿,《和平精英》获得版号后首月流水测算超 10 亿元,IOS 畅销榜以及流水榜前列的大部分都是重度游戏产品,说明玩家对于重度游戏产品存在着旺盛的市场需求。

目前国内游戏市场的用户规模已经连续数年处在个位数增长,需要寻找新的方式打开用户规模的天花板,找到增量空间。云游戏的模式能够使重度游戏的获取门槛大幅降低,不仅能够使玩家规模再次增长,还能使受限于硬件设备困扰的玩家有效转化为重度游戏产品玩家,提高玩家的渗透率。考虑到重度产品用户 ARPU 值相对较高,因此在玩家由轻度转向重度的过程中,预计未来国内游戏用户的 ARPU 值也有望有比较明显的提升。

3.3. 订阅制或将成为第四种付费模式

国内主流的游戏收费方式主要有三种:(1)一次性买断式付费;(2)点卡制收费;(3)免费下载+道具收费。

第一种付费模式为用户直接购买下载游戏,多适用于单机游戏、主机游戏以及部分联网游戏;第二种付费模式更多地出现在早期的网络游戏之中,根据玩家使用时长进行收费;第三种则是目前移动游戏中比较主流的收费模式,玩家免费下载,通过购买游戏内道具或服装进行收费。

目前国际上主流的云游戏平台主要采用订阅制收费,这种付费方式类似于视频流媒体平台,通过按月收取固定费用,用户可以自主选择平台内所有的游戏产品;部分平台还会在订阅制的基础上叠加买断制,即订阅制只能使用部分游戏产品,另外的游戏产品需要进行买断式付费。

表 11: 国内外部分云游戏收费标准

| 云平台 | 收费模式 | 收费标准 |
|-----------------|--------|---|
| 格来云游戏 | 订阅制 | 月度/季度/半年度/年度 VIP 分别为 23.9 元/70 元/136 元/258 元 |
| 红手指 | 阶梯式订阅制 | VIP: 9 元/5 天, 38 元/30 天, 98 元/90 天, 168 元/180 天, 248 元/365 天 GVIP: 58 元/30 天, 158 元/90 天, 268 元/180 天, 388 元/365 天 |
| PlayStation Now | 订阅制 | 9.99 美元/月, 24.99 美元/季, 59.99 美元/年 |
| GeForce Now | 订阅制 | 7.99 美元/月 |
| Stadia | 免费+订阅 | Stadia Base: 免费, 限制 1080p, 60fps, 双声道立体声 Stadia Pro: 9.99 美元/月, 4K, 60fps, 5.1 环绕立体声 |
| Shadow | 订阅制 | 14.5 美元/年 |

资料来源: 公开资料整理, 公司官网, 中原证券

注: 部分价格可能有变动

总体而言, 我们认为国内玩家已经十分习惯于免费下载+付费内购的形式, 订阅制在国内还不普及, 国内玩家更倾向于为单一产品或 IP 付费, 而不是为平台; 对于平台来说, 如果要以订阅制方式收费, 需要在衡量用户可接受的付费金额同时考虑如何覆盖平台上部分小众产品的运营成本。

3.4. 重塑产业链议价空间

由于直接连接用户，当前国内游戏产业链的参与者中，渠道方在游戏的分成比例中一直处于相对强势的地位，目前国内渠道方的分成比例往往在 30%-50%左右：苹果 App Store 是按照 3:7 的分成比例，即苹果收取 30% 的分成，将更多的利润让给制作发行方；而安卓渠道则是按照 5:5 的分成比例，渠道方和内容制作方平分。

在云游戏的模式下，用户可以直接实现点击即玩，不需要再进行下载，作为流量导入口的渠道方话语权会明显降低，手机应用商店的功能大大减弱，因此渠道方的议价空间与分成比例都会大幅缩小。

在另一方面，在不需要考虑渠道方影响力作为获取用户的流量入口之后，玩家更容易被内容吸引，点击即玩的形式也免去了下载游戏的过程，产品获客更加容易，因此能够产出优质内容的 CP 方议价空间将会更大。

同样话语权收到冲击的还有硬件设备厂商，由于云游戏不再将硬件设备作为必要条件，对于手机、电脑的硬件要求也会降低，因此游戏产业的硬件制造商地位也会相应下降，硬件厂商不能再盲目堆叠硬件性能，而需要将注意力放在研发更多具备创意玩法的硬件设备上。

云游戏的模式建立在“云”的基础上，能够提供稳定高效云计算的服务商是关键要素之一，因此拥有大规模高速云计算能力的服务商会成为产业链中相当重要的组成部分，并且对于云计算能力出众的服务商也拥有很强的议价能力。

4. 投资建议与重点个股

4.1. 投资建议

当前时点正处在 4G 的末尾和 5G 的初期，4G 所能够带来的流量红利已经基本消耗殆尽，不论是智能手机出货量还是移动互联网渗透率都已经接近天花板，而 5G 虽然已经开始商用化步伐，但还需一定的时间才能实现大规模推广和渗透。伴随 5G 共同开启的将是针对 5G 世代各个不同场景应用的探索，与此同时，4G 世代的应用还将继续延续一段时间。因此在这个特殊的时刻，既要关注 4G 世代应用的延续，又要关注 5G 全新应用的发展趋势以及技术水平。

在传媒板块不同的细分领域上，我们认为关注的重点和逻辑也存在一定的差异：

- (1) 游戏板块：国内游戏用户规模见顶，增量空间缩小，存量竞争加大，目前 4G 世代的游戏行业已经步入成熟期，行业增速放缓；虽然版号审批恢复正常，但审核更加严格，过审游戏产品数量明显减少，流量和流水都向头部产品倾斜，马太效应加剧。

5G 世代的云游戏已经成为行业比较明确的发展方向，但技术上仍未成熟，用户体

验还有比较大的提升空间，未来云游戏的发展模式下，CP方的议价能力存在比较大的提升空间。

不论是4G世代还是5G世代，对于游戏行业来说，优质的游戏产品才是行业最主要的推动力量，继续推荐行业二线龙头公司：完美世界、三七互娱、吉比特。

- (2) 电影行业：2019年电影行业整体表现不太理想，仅在10月国庆档优异的表现下才带动了观影人次和票房双双实现正向增长。目前国内银幕增速依然高于票房增速，银幕产出的拐点还未出现，院线的经营压力依然很大，预计银幕产出拐点会在1-2年出现，建议关注影院经营效率远高于行业的影院龙头：万达电影、中国电影。在内容方面，建议关注出品了国产电影动画票房奇迹《哪吒》的民营龙头影视公司：光线传媒。
- (3) 图书出版：图书零售市场继续维持稳健增长，少儿品类成为占比最高的细分品类，社科类图书成长最快，预计未来线上渠道所占码洋比重会进一步上升，少儿、社科类图书继续保持高于行业平均值的增长速度。图书出版行业存在一定的防御属性，纸质图书的阅读需求也相对刚性，建议关注大众图书中经管类图书龙头中信出版。
- (4) 广告行业：广告行业规模整体缩减，上游广告主受经济环境以及政治环境冲击，广告投放意愿下降，生活圈媒体虽然还能实现正增长，但增长幅度下滑严重。从广告主的构成比例来看，具备抗周期性的食品类广告主投放预算不减反增，对于行业建议关注宏观经济的变化情况，个股建议关注生活圈媒体龙头分众传媒。

对于A股传媒板块，在经历了连续3年的大幅下跌之后，2019年出现了小幅回升的态势，我们认为目前行业的估值相对比较安全，2020年建议重点布局游戏板块，关注云游戏进展，以中长线思维关注影视和广告板块，关注行业数据变化以及行业拐点情况。

4.2. 重点个股

4.2.1. 游戏行业：完美世界、吉比特、三七互娱

完美世界

国内二线游戏厂商龙头，具备比较强的游戏研发能力，是国内较为稀少的能够覆盖端游、手游、主机游戏以及VR游戏全领域的游戏厂商，不仅拥有小屏游戏的研发能力，还可以兼顾大屏游戏的研发，公司旗下游戏产品在畅销榜上能够维持在比较靠前的位置。公司所拥有的大屏、小屏以及VR游戏研发能力在云游戏时代具备比较高的潜力。同时公司还在影视方面有所布局，多部电视剧在收视率口碑方面都有比较好的评价。

三七互娱

公司十分擅长买量打法，在流量运营上展现出了比较强的能力。包括《精灵盛典》、《一刀

传世》、《斗罗大陆 H5》等在内上线一年内的新游戏在游戏畅销榜上的排名都表靠前，月流水过亿，公司通过投资的方式在 VR/AR、5G、云游戏以及电竞领域都有所布局，未来有望与公司主营业务形成协同效应。公司后续产品的储备十分丰富，为公司后续业绩提供支撑。

吉比特

公司推出过多款广受好评的 Roguelike 类手游产品，积累了丰富的玩家行为数据与运营经验，并通过长线游戏的运营证明自身的实力，自研产品《问道》手游三周年活动在玩家群体中反响良好，活动当月创下较高的流水。公司后续拥有大量不同类型的产品储备，涵盖 Roguelike、角色扮演、动作冒险、放置养成、MOBA 等，能够有效丰富公司产品线。

4.2.2. 影视行业：光线传媒、万达电影、中国电影

光线传媒

2019 年公司出品的动画电影《哪吒》创下近 50 亿元票房，一举打破国内动画电影的天花板并排在国内影片票房排行榜第二名，公司投资了二十余家国内动画产业链公司，在国产动画领域的布局已经初见成效，目前有十余个动画项目正在制作中，并且采用光线主投+动画公司联合投资的方式，将光线主投主控的动画电影作为公司重要的业务板块之一。公司制作的动画电影《妙先生》和《姜子牙》分别定档 2020 年元旦档与春节档，

表 12：彩条屋参股动画公司

| 公司名称 | 持股比例 | 主要作品 |
|-------------|--------|----------------|
| 大千阳光（新三板公司） | 20% | 《我叫 MT》、《红色海洋》 |
| 幻想师动画 | 75% | |
| 光印影业 | 60% | 《查理九世》 |
| 红鲤文化 | 60% | 《风语咒》、《精灵王座》 |
| 全擎娱乐 | 35% | 《时光诡域》 |
| 雨后文化 | 35% | |
| 彼岸天文化 | 30% | 《大鱼·海棠》 |
| 神奇一天 | 30% | 《鬼列车》 |
| 中传合道 | 30% | 《丹青先生》 |
| 漫言星空 | 30% | |
| 路行动画 | 30% | 《茗记》、《妙先生》 |
| 可可豆动画 | 30% | 《哪吒》 |
| 十月文化 | 28.11% | 《大圣归来》 |
| 好传文化 | 27% | 《大护法》、《大理寺日志》 |
| 青空绘彩 | 25.04% | 《昨日青空》 |
| 末匠文化 | 25% | 动漫衍生品 |

| | | |
|------|--------|---------------|
| 易动文化 | 18.67% | 《包强》、《美食大冒险》 |
| 玄机科技 | 3.8% | 《秦时明月》、《天行九歌》 |
| 凝羽动画 | 30% | 《茶啊二中》 |

资料来源：企查查，公开信息，中原证券

万达电影

万达电影年内通过并购万达影视的方式实现了从内容到渠道的产业链布局，受上半年电影行业整体影响，公司前三季度业绩下滑幅度比较大，但公司在影院上座率、平均票价、单银幕产出等经营数据上远高于行业平均值，同时在院线、影投的领域也拥有比较大幅度的市占率优势，是毫无疑问的渠道龙头。考虑到在 10 月国庆档带动下，Q4 电影市场回暖的确定性较高，预计公司 Q4 业绩也会有一定程度提振。

但由于公司子公司万达影视在 2019 年主投主控的影视项目较少，可能面临无法完成业绩承诺的风险，此外公司目前商誉较高，也需要警惕商誉减值的风险。建议继续以中长线的思维关注公司以及行业单银幕产出的拐点。

中国电影

中国电影是电影行业另一个覆盖电影全产业链的公司，公司四大业务板块覆盖了影视制作、电影发行、电影放映以及影视服务业务。电影发行业务是公司的收入与利润核心，公司在电影发行领域具备比较强的实力和话语权，尤其是在进口影片的发行上更是具备极强的政策壁垒，是国内唯二的能够进行进口电影发行的公司之一。

公司控股的院线公司在国内院线公司排名中也位居前列，中影数字、中影南方以及中影星美三家院线公司市占率合计基本能够维持在 20% 左右，是院线行业的龙头之一。公司旗下控股影院的单银幕票房产出也高于全国平均水平 60% 左右，经营效率优势明显。

在 2018 年底国家电影局印发的《关于加快电影院建设促进电影市场繁荣发展的意见》中明确了鼓励电影院对放映环境和设备设施进行升级改造，提高放映质量。对安装巨幕系统，激光放映机等先进设备的影院给予资金支持。公司在影视器材上具有中国巨幕放映系统、中影巴可数字放映机、数字影院信息化管理系统等系列创新技术设备，有望受益于影院设备的更新换代需求。

4.2.3. 图书出版行业：中信出版

中信出版

公司目前在少儿类和经管类图书领域均有所布局，根据公司公告显示，公司在经管类图书的市占率排名第一，网上书店的市占率可以达到 15.3%，线下实体书店的市占率可以达到 20.08%，在竞争格局相对松散的出版领域，公司在经管类图书上具备明显的市占率优势。

同时少儿图书已经是公司成长性最高的业务板块之一，在低幼益智、科普、文化通识和精

品绘本等领域形成比较强的竞争优势。根据公司 2019 半年度报告显示，上半年公司少儿图书板块营业收入同比增长 60.96%。公司出版的少儿图书《小星星的大月饼》排在 9 月少儿类新书零售排行榜第一名。

公司旗下中信书店主要分布于高端写字楼、大型商业综合体以及机场等区域，分别打造了城市商务型、城市休闲型以及交通枢纽型三种店型，覆盖北京、上海、深圳、广州、杭州、苏州、武汉、济南等全国大中型城市以及雄安新区。除了实体书店外，中信书店通过建立网络直营店，实现和实体书店的互补。2019 前三季度公司书店业务收入增长 40%以上，净利润有明显减亏。

4.2.4. 广告行业：分众传媒

分众传媒

公司自 2018 年以来受到了外部环境带来的广告需求压力以及内部快速扩张带来的成本压力，经营业绩出现了比较大幅度的下滑，预计 2019 年全年业绩的压力仍将持续。但公司在 2019 年 Q2 开始放缓了媒体资源的扩张速度，仅根据实际需求新增少量优质资源，营业成本压力得到一定程度缓解。总体来看随着扩张步伐的减缓以及成本压力的缩小，公司的业绩正在环比逐步改善。

根据公司半年度报告显示，公司 18 年 H1 客户结构中，来自互联网企业的收入占比最高，达到 40.99%，但受经济影响，资本对互联网企业的投资热情冷却，互联网企业的广告投放意愿降低。公司来自于互联网企业的广告投放收入下降了 56.56%，营收占比也下降至 22.15%。

在另一方面，公司来自于日用消费品客户（食品饮料类、化妆品类、清洁用品类以及服装类）的投放收入反而有所增加，Q3 同比增速接近 20%，占比也由 2018H1 的 23.96% 上升至 Q3 的 35% 左右，成为公司最主要的收入来源。我们认为日用消费品客户广告投放意愿相比互联网企业比较稳定，受经济周期波动影响相对较小。公司目前的客户结构下广告投放需求相对稳定，随着未来经济环境的复苏，上游客户的广告投放需求有望回升。建议以长线思维积极关注公司，同时密切关注外部经济环境以及广告需求的复苏。

5. 风险提示

外部经济环境风险；行业竞争加剧；政策监管风险；商誉减值风险；云游戏发展进度缓慢；内容产品市场表现不及预期。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。