

中性 (维持)

传媒行业 2020 年上半年投资策略

风险评级：中风险

看好 5G 引领游戏变革，积极布局细分行业龙头

2019 年 12 月 2 日

投资要点：

魏红梅

SAC 执业证书编号：

S0340513040002

电话：0769-22119410

邮箱：whm2@dgzq.com.cn

研究助理：罗炜斌

SAC 执业证书编号：

S0340119020010

电话：0769-23320059

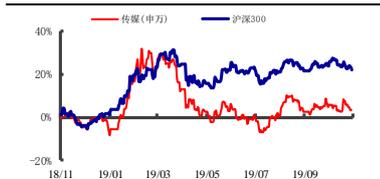
邮箱：

luoweibin@dgzq.com.cn

细分行业评级

| | |
|-------|------|
| 互联网游戏 | 谨慎推荐 |
| 电影 | 中性 |
| 营销 | 中性 |
| 出版发行 | 中性 |
| 有线电视 | 中性 |

行业指数走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind

相关报告

随着智能手机渗透率的提升、移动网络提速降费的驱动，4G时代催生了包括移动游戏、短视频、移动支付等多个娱乐及生活类热门应用。以史为鉴，国内5G建设进程不断提速，有望进一步加快引领下游应用的变革。展望2020年，建议投资者积极关注景气度较高的游戏子板块，看好5G落地应用主线之一的云游戏；同时，可关注出版、营销、电影等子板块，择优细分龙头布局。

■ **互联网游戏：行业精品趋势增强。**数量上，受头部产品分流用户影响，MAU大于10万人次的移动游戏数量较去年出现明显减少。流水上，精品老游持续霸榜，上半年流水Top10的移动游戏当中仅有2款新游上榜，其余8款均为往年上线老游，部分作品上线时间超过4年。随着行业精品化趋势的加强，头部厂商凭借其强大的资本实力，以及精品内容的研发能力，有望巩固强者恒强的局面，预计行业集中度将进一步提升。

■ **互联网游戏：云游戏有望打开天花板。**我们认为云游戏的推出有助于降低用户的硬件成本、等待成本以及防外挂成本，不仅能够提升现有玩家的游戏体验，也有助于吸引新生玩家、扩大用户基础，进一步打开行业发展空间。从目前Stadia上线的情况来看，网络传输、数据资费等问题依然制约着玩家的体验效果。随着明年5G网络大规模铺设及完善，国家政策的支持、国内厂商的积极布局以及核心用户的正面评价，国内云游戏产业的发展有望进一步走向成熟。建议从云游戏产业链出发，关注两条主线，一是具备优质内容开发能力的游戏研发商；二是提供技术支持的云计算厂商及云游戏解决方案提供商。

■ **出版发行：图书市场持续向好，关注少儿图书出版及高分红个股。**2019前三季度国内图书零售市场码洋达到894亿元，同增12.78%，继续保持稳健增长。其中，少儿图书增长强劲，自2010年以来码洋规模增速每年保持在10%以上，增速远超同期图书市场的整体增速。随着二胎全面放开以及父母对教育重视程度进一步提升，预计少儿图书市场增速仍将领跑整个图书零售市场。另外，板块整体现金充裕、资产负债率低、且高分红，兼备防御性。

■ **营销：刊例花费降幅逐季收窄，明年广告需求有望改善。**受宏观经济下行的影响，2019前三季度广告市场刊例花费同降8.0%，增速同比回落了13.7个百分点。分季来看，Q1、Q2、Q3分别同降11.2%、7.6%和7.2%，呈逐季收窄的趋势，显示需求出现一定程度的改善。同时，展望2020年，欧洲杯、东京奥运会等大型赛事相继于明年举行，有望进一步刺激广告主广告投放的需求。建议关注景气度相对较高的生活圈媒体等广告投放渠道，静待行业需求拐点。

■ **电影：内容为王趋势不改，把握优质影片储备方。**2019年1-10月，综合票房Top5影片票房占当期总票房比例达到34.91%，同比提升了6.21个百分点，头部效应进一步加剧。票房往头部集中背后反映的是观众观影习惯不断升级，更加偏好消费内容优质的影片。2019年1-10月，综合票房Top5影片的猫眼平均得分达到9.4分，同比提升了0.16分。随着观众观影口味不断升级，影片的质量及口碑将成为票房风向标。建议从明年已定档或有望上映的影片出发，关注优质项目在手的出品及发行方。

■ **投资建议：**标的上建议关注：（1）游戏：三七互娱、完美世界、游族网络、顺网科技等；（2）出版发行：中信出版、中南传媒等；（3）营销：分众传媒等；（4）电影：光线传媒、中国电影等。

■ **风险提示：**宏观经济下行；行业监管趋严；技术推进不及预期；作品口碑不及预期；纸价上行等。

目 录

| | |
|------------------------------------|----|
| 1. 互联网游戏：行业精品趋势增强，云游戏有望打开天花板 | 4 |
| 1.1.1 政策边际改善，行业景气度回升 | 4 |
| 1.1.2 精品化趋势增强，头部厂商强者恒强 | 5 |
| 1.2.1 5G 商用落地，突破云游戏发展瓶颈 | 6 |
| 1.2.2 从三个维度看成本下降，玩家规模有望进一步提升 | 8 |
| 1.2.3 云游戏发展国际市场先行，Stadia 近期上线但道阻且长 | 11 |
| 1.2.4 国内厂商积极跟进、官方表态重视云游戏，行业发展有望提速 | 14 |
| 2. 出版发行：图书市场持续向好，关注少儿图书出版及高分红个股 | 17 |
| 2.1 图书市场持续向好，少儿图书占主要份额 | 17 |
| 2.2 少儿图书：码洋增速领跑市场，经典 IP 持续霸榜 | 18 |
| 2.3 行业现金充裕、资产负债率低、高分红，兼备防御性 | 19 |
| 3. 营销：刊例花费降幅逐季收窄，明年广告需求有望改善 | 21 |
| 3.1 行业景气承压，但降幅逐季收窄 | 21 |
| 3.2 细分渠道分化，生活圈媒体优势仍存 | 21 |
| 4. 电影：内容为王趋势不改，把握优质影片储备方 | 23 |
| 4.1 前三季度市场承压，国庆档期迎来改善 | 23 |
| 4.2 内容为王趋势不改，后续作品值得期待 | 24 |
| 5. 投资策略 | 26 |
| 6. 风险提示 | 27 |

插图目录

| | |
|----------------------------------|----|
| 图 1：我国游戏市场收入情况 | 4 |
| 图 2：我国移动游戏市场收入情况 | 4 |
| 图 3：我国游戏用户规模 | 5 |
| 图 4：我国移动游戏用户规模 | 5 |
| 图 5：月活用户大于 10 万人次的移动游戏数量 | 5 |
| 图 6：我国移动游戏用户规模 | 5 |
| 图 7：2018 年移动游戏市场发行竞争格局情况 | 6 |
| 图 8：云游戏处理过程 | 7 |
| 图 9：5G、4G 关键能力对比 | 7 |
| 图 10：《空间大战》画面 | 8 |
| 图 11：《战地 5》宣传画面 | 8 |
| 图 12：Steam 软硬件调查（以 Windows 系统为例） | 8 |
| 图 13：《荒野大镖客 2》配置要求 | 9 |
| 图 14：《绝地求生》配置要求 | 9 |
| 图 15：2018 年平均单款手游外挂情况 | 10 |
| 图 16：2018 年手游外挂类型分布情况 | 11 |
| 图 17：国外云游戏发展时间线 | 11 |
| 图 18：谷歌 Stadia 套装 | 12 |
| 图 19：谷歌建议网络情况 | 12 |
| 图 20：Stadia 画面与 Xbox One X 对比 | 12 |
| 图 21：Stadia 与 Xbox One X 时延对比 | 13 |
| 图 22：腾讯 START 平台 | 14 |
| 图 23：腾讯 WeGame 云游戏画面 | 14 |

| | |
|--|----|
| 图 24 : 核心游戏用户对云游戏态度 | 15 |
| 图 25 : 云游戏市场发展情况 | 15 |
| 图 26 : 云游戏产业链 | 16 |
| 图 27 : 我国图书零售市场情况 | 17 |
| 图 28 : 实体及网络渠道图书销售情况 | 17 |
| 图 29 : 图书零售市场码洋比重分类 | 17 |
| 图 30 : 少儿图书零售渠道码洋规模变化情况 | 18 |
| 图 31 : 近 5 年出版发行业货币资金情况 | 20 |
| 图 32 : 2019 年前三季度出版发行公司货币资金情况 | 20 |
| 图 33 : 近 5 年传媒及出版发行业资产负债率情况 | 20 |
| 图 34 : 2019 年前三季度出版发行公司资产负债率情况 | 20 |
| 图 35 : 近 5 年传媒及出版发行业现金分红比例情况 | 21 |
| 图 36 : 2018 年出版发行公司股息率 (截至 2019/11/29) | 21 |
| 图 37 : 近 5 年全媒体广告刊例花费情况 | 21 |
| 图 38 : 2019 年全媒体广告刊例花费季度情况 | 21 |
| 图 39 : 近 2 年各渠道广告刊例花费情况 | 22 |
| 图 40 : 目标人群年龄结构 | 22 |
| 图 41 : 目标人群收入结构 | 22 |
| 图 42 : 观看广告受干扰程度 | 23 |
| 图 43 : 广告关注度 | 23 |
| 图 44 : 电影市场前三季度综合票房情况 | 23 |
| 图 45 : 电影市场前三季度观影人次情况 | 23 |
| 图 46 : 电影市场 Q3 综合票房情况 | 24 |
| 图 47 : 电影市场 Q3 观影人次情况 | 24 |
| 图 48 : 国庆档期综合票房情况 | 24 |
| 图 49 : 国庆档期观影人次情况 | 24 |

表格目录

| | |
|--|----|
| 表 1 : 国产网络游戏版号发放情况 (截至 2019/11/29) | 4 |
| 表 2 : 移动游戏产品收入 Top10 产品 | 6 |
| 表 3 : 《荒野大镖客 2》配置价格 (以某电商搜索结果第一位为例) | 9 |
| 表 4 : 《绝地求生》配置价格 (以某电商搜索结果第一位为例) | 9 |
| 表 5 : 各网络制式下载速度情况对比 | 10 |
| 表 6 : 三大运营商 5G 套餐资费情况 | 13 |
| 表 7 : Stadia 首发游戏阵容 | 13 |
| 表 8 : 2018 年前三季度少儿图书市场竞争格局 | 19 |
| 表 9 : 2019 年前三季度前十大畅销少儿图书榜 | 19 |
| 表 10 : 近 3 年票房 Top5 影片票房情况 | 24 |
| 表 11 : 2020 年春节档定档影片情况 | 25 |
| 表 12 : 2020 年有望引进影片 | 26 |
| 表 13 : 重点公司盈利预测及投资评级 (截至 2019/11/29) | 26 |

1. 互联网游戏：行业精品趋势增强，云游戏有望打开天花板

1.1.1 政策边际改善，行业景气度回升

版号审核正常化。经历半年版号暂停审核后，2019 年初原新闻出版广电总局开始下发积压的国产游戏版号申请。4 月，总局官网重新上线版号申请文件，被视为版号申请回归正常化的举措。截至 11 月 29 日，总局今年合计下发 24 批国产网络游戏版号申请（含此前积压的申请），共计 1358 款；同时，总局下发 8 批进口游戏审批，合计 185 款。

表 1：国产网络游戏版号发放情况（截至 2019/11/29）

| 审批时间 | 数量（款） | 当月批次 |
|-------------|-------|------|
| 2018 年 12 月 | 164 | 2 |
| 2019 年 1 月 | 282 | 3 |
| 2019 年 2 月 | 279 | 3 |
| 2019 年 3 月 | 233 | 3 |
| 2019 年 4 月 | 40 | 1 |
| 2019 年 6 月 | 22 | 1 |
| 2019 年 7 月 | 31 | 1 |
| 2019 年 8 月 | 74 | 2 |
| 2019 年 9 月 | 105 | 4 |
| 2019 年 10 月 | 59 | 2 |
| 2019 年 11 月 | 69 | 2 |
| 合计 | 1358 | 24 |

资料来源：原新闻出版广电总局官网，东莞证券研究所

在政策边际改善下，国内游戏产业持续向好。据 GPC&IDC 数据，2019 年前三季度国内游戏市场销售收入为 1732.3 亿元，同比增长 9.23%；其中，移动游戏销售收入达到 1178.8 亿元，同比增长 20.19%，增速远高于行业平均水平。分季度来看，国内游戏产业 Q3 销售收入为 592.1 亿元，同比增长 10.0%；环比增长 2.8%，增速较二季度提升了 0.8 个百分点；其中，移动游戏销售收入达到 408.1 亿元，同比增长 20.0%，环比增长 4.1%。

图 1：我国游戏市场收入情况



数据来源：GPC&IDC，东莞证券研究所

图 2：我国移动游戏市场收入情况

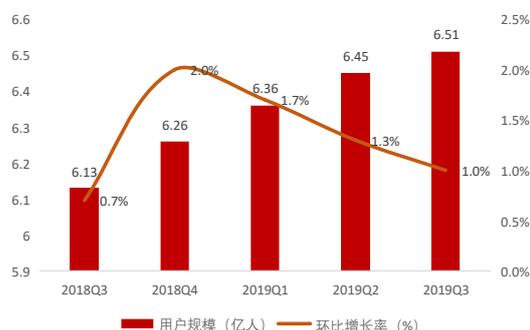


数据来源：GPC&IDC，东莞证券研究所

用户规模增速降档。2019 年第三季度游戏用户规模为 6.51 亿人次，同比增长 6.2%，环比增长 1%，环比增速连续三个季度出现下滑。其中，移动游戏三季度用户规模达到 6.3

亿人次，同比增长 5.88%，环比增长 1.3%，环比增速虽较 Q2 提升了 0.7 个百分点，但总体呈放缓的趋势。随着用户规模增速逐渐降档，后续深耕用户需求、精细化运营将成为市场持续发展的重要驱动力。

图 3：我国游戏用户规模



数据来源：GPC&IDC，东莞证券研究所

图 4：我国移动游戏用户规模

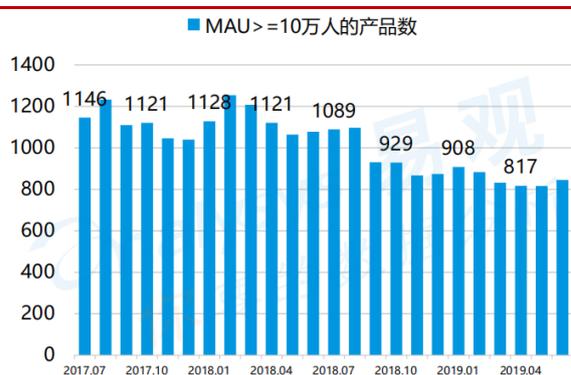


数据来源：GPC&IDC，东莞证券研究所

1.1.2 精品化趋势增强，头部厂商强者恒强

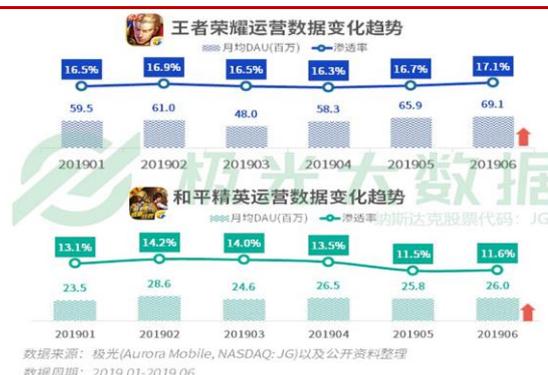
头部产品分流用户，主要产品持续减少。据易观数据显示，2019 上半年，除 1 月外，其余 5 个月 MAU 超过 10 万人次的移动游戏数量基本保持在 900 款以下，与去年基本保持 1000 款以上相比出现明显的下滑。除了由于部分用户被 H5 及小游戏分流之外，更主要的因素在于大部分用户进入到头部产品当中，导致 MAU 超过 10 万人次产品有所减少。其中，据极光大数据显示，腾讯拳头产品《王者荣耀》、《和平精英》2019 年 6 月的月均 DAU 分别达到 6910 万和 2600 万人次，分别较 1 月份增加了 960 万和 250 万人次，进一步凸显头部产品的引流能力。

图 5：月活用户大于 10 万人次的移动游戏数量



数据来源：易观，东莞证券研究所

图 6：我国移动游戏用户规模



数据来源：极光大数据，东莞证券研究所

精品老游霸榜，产品优质是关键。据伽马数据显示，2019 上半年流水 Top10 的移动游戏当中仅有 2 款新游入榜，分别为《完美世界》、《和平精英》；其余 8 款均为往年上线老游，部分产品如《梦幻西游》、《大话西游》等作品上线时间超过 4 年。通过对比近 3 年流水 Top10 榜单，我们发现《王者荣耀》、《梦幻西游》、《阴阳师》、《大话西游》等 4 个作品连续 3 年出现在榜单上；《QQ 飞车》、《乱世王者》、《QQ 炫舞》等 3 个作品连续 2 年出现在榜单上。我们认为老游之所以长期占据流水榜前列，一方面是其产品质量过硬、玩法更具吸引力；另一方面在于厂商极强的长线运营能力，通过持续迭

代版本以及精准营销提升用户粘性。

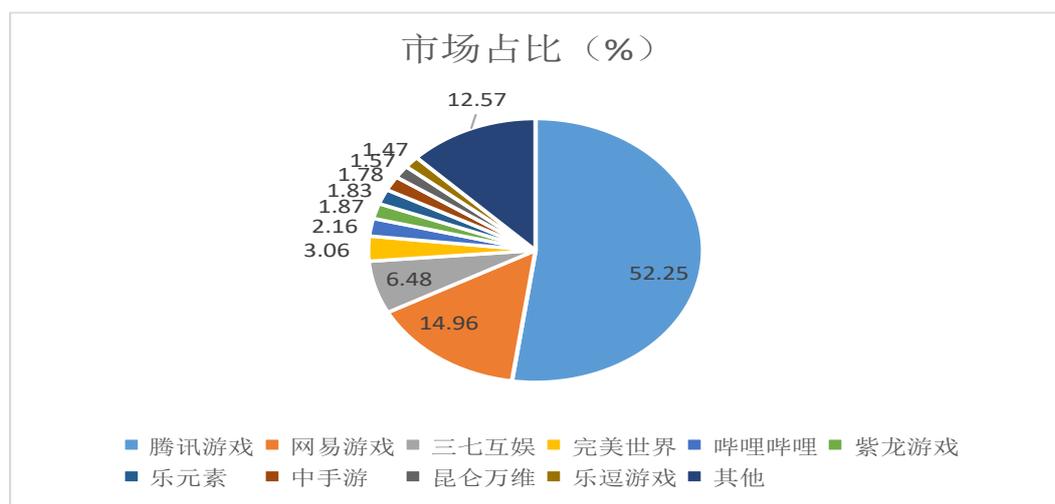
表 2：移动游戏产品收入 Top10 产品

| 2017 | | 2018 | | 2019H1 | | |
|------|--------|------|--------|--------|-------|--------|
| 排名 | 游戏名称 | 排名 | 游戏名称 | 排名 | 游戏名称 | 上线时间 |
| 1 | 王者荣耀 | 1 | 王者荣耀 | 1 | 王者荣耀 | 2015 年 |
| 2 | 梦幻西游 | 2 | 梦幻西游 | 2 | 梦幻西游 | 2015 年 |
| 3 | 阴阳师 | 3 | QQ 飞车 | 3 | 完美世界 | 2019 年 |
| 4 | 倩女幽魂 | 4 | 乱世王者 | 4 | QQ 飞车 | 2017 年 |
| 5 | 龙之谷 | 5 | 楚留香 | 5 | 和平精英 | 2019 年 |
| 6 | 新剑侠情缘 | 6 | 阴阳师 | 6 | 阴阳师 | 2016 年 |
| 7 | 大话西游 | 7 | 大话西游 | 7 | 大话西游 | 2015 年 |
| 8 | 开心消消乐 | 8 | QQ 炫舞 | 8 | 乱世王者 | 2017 年 |
| 9 | 天龙八部手游 | 9 | 倩女幽魂 | 9 | 率土之滨 | 2015 年 |
| 10 | 永恒纪元 | 10 | 我叫 MT4 | 10 | QQ 炫舞 | 2018 年 |

资料来源：伽马数据，东莞证券研究所

两超带多强局面持续，头部厂商强者恒强。2018 年国内移动游戏前十大厂商的市占率合计接近 90%；其中，凭借巨大的流量入口以及多款网红产品加持，腾讯、网易市场份额分别达到 52.25%和 14.96%，拥有行业绝对话语权；三七互娱、完美世界、哔哩哔哩紧随其后，市占率分别为 6.48%、3.06%和 2.16%。随着行业精品化趋势的加强，头部厂商凭借其强大的资本实力，以及精品内容的研发能力，有望巩固强者恒强的局面，预计行业集中度将进一步提升。

图 7：2018 年移动游戏市场发行竞争格局情况



数据来源：易观，东莞证券研究所

1.2.1 5G 商用落地，突破云游戏发展瓶颈

什么是云游戏：与过去传统游戏在本地安装、本地运行不同的是，云游戏是以云计算为运行基础，游戏的全过程处理（包括画面渲染、数据处理、交互逻辑等）直接放在云端进行。用户只需要配置屏幕终端，即可接收从云端渲染好的游戏画面及音频流，直接体验游戏，实现免配置、免下载、跨终端的游戏体验。

图 8：云游戏处理过程



数据来源：Wireless X Labs，东莞证券研究所

高时延制约云游戏大规模推广，5G 商用落地有望突破瓶颈。从技术上来看，云游戏的落地推广需要突破两大技术难点，一是经云计算、边缘计算的数据处理，包括 CPU 运算、GPU 渲染、音视频解码等。由于相关技术在国外已发展多年，叠加国内阿里、腾讯、华为等大厂的加速跟进，目前已经有了较快的发展，解决方案日渐完善。

二是与网络传输相关问题，包括数据传输速率以及网络时延。一方面，云游戏“即点即玩”需要有高速网络速率作为支撑，否则会因加载时间过长、掉线等原因进一步制约用户体验。另一方面，从用户发送控制指令到网络传输、游戏渲染、画面及音频回传等整个操作涉及多个流程，如果过程中出现较高的时延，就会导致画面卡顿、输入输出不同步等问题，特别是对于 FPS、MOBA 等游戏来说是致命性打击。

因此，网络传输问题是目前制约云游戏落地的重要因素。随着今年 6 月份 5G 牌照发放、11 月份商用开启，国内 5G 建设进程不断超市场预期，制约云游戏发展的网络传输瓶颈有望获得解决。第五代通信技术，不仅能大幅提升用户上网速度，还具有低时延、高可靠、低功耗的特点，峰值速率达到 20Gbps、时延更是低于 1ms，相比 4G 提升了一个量级。无论是传输速率或是网络时延上，均满足云游戏运行所需的网络条件。

图 9：5G、4G 关键能力对比



数据来源：ITU，东莞证券研究所

1.2.2 从三个维度看成本下降，玩家规模有望进一步提升

硬件成本：突破硬件限制，降低大制作体验门槛

1962 年，被视为全球最早期电子游戏的《空间大战》正式面世；经过近 60 年的发展，游戏的画面质量不断提升、玩法更加多元有趣，甚至能够实现视觉、听觉、触觉互融体验。而游戏的更新换代、质量的提升，往往需要更高性能的硬件配置作为支撑，否则再华丽、再细腻的画面也无法展示出来。

图 10：《空间大战》画面



数据来源：互联网公开资料，东莞证券研究所

图 11：《战地 5》宣传画面



数据来源：互联网公开资料，东莞证券研究所

配置高低制约游戏体验，价格因素是关键。据 Steam 2019 年 10 月硬件与软件调查显示，Windows 操作系统下，全球有 17.28% 的计算机用户内存不足 8GB，意味着这些用户完全无法体验《荒野大镖客 2》或《绝地求生》等游戏。即使满足了 8GB 内存要求，最低配置仅仅能够跑得动游戏，特效全开、画质最高等体验往往需要更高级别的配置才能够流畅运行。而内存在 16GB 及以上用户仅占 41.35%，意味着全球不足一半的用户满足《绝地求生》的推荐配置。由于高配置往往意味着高价格，门槛的提升进一步制约了玩家的参与。其中，《荒野大镖客 2》的最低配置、推荐配置价差约为 1153 元。《绝地求生》的最低、推荐配置价差为 1644 元；若玩家需要体验最佳的“吃鸡”效果，按照游明星空的评测配置，最佳配置与推荐配置价差上升到 1695 至 4700 元，价格差距进一步加大。

图 12：Steam 软硬件调查（以 Windows 系统为例）

| System RAM (Windows) | | | |
|----------------------|--------|--------|--|
| Less than 2 GB | 0.14% | -0.01% | |
| 2 GB | 0.88% | -0.04% | |
| 3 GB | 2.78% | -0.11% | |
| 4 GB | 8.17% | -0.23% | |
| 5 GB | 0.39% | -0.02% | |
| 6 GB | 2.34% | -0.01% | |
| 7 GB | 2.58% | +0.07% | |
| 8 GB | 36.44% | -0.36% | |
| 9 GB | 0.03% | 0.00% | |
| 10 GB | 0.28% | +0.01% | |
| 11 GB | 0.19% | -0.01% | |
| 12 GB | 3.87% | +0.56% | |
| 13 GB | 0.01% | 0.00% | |
| 14 GB | 0.17% | -0.01% | |
| 15 GB | 0.37% | +0.01% | |
| 16 GB | 35.86% | +0.09% | |
| More than 16 GB | 5.49% | +0.06% | |

数据来源：Steam，东莞证券研究所

图 13: 《荒野大镖客 2》配置要求

| 最低配置 | 推荐配置 |
|--|---|
| 操作系统: Windows 7 - Service Pack 1 (6.1.7601) | 操作系统: Windows 10 - 2018 年 4 月更新 (v1803) |
| 处理器: Intel® Core™ i5-2500K / AMD FX-6300 | 处理器: Intel® Core™ i7-4770K / AMD Ryzen 5 1500X |
| 内存: 8GB | 内存: 12GB |
| 显卡: Nvidia GeForce GTX 770 2GB / AMD Radeon R9 280 | 显卡: Nvidia GeForce GTX 1060 6GB / AMD Radeon RX 480 |
| 3GB | 4GB |
| 硬盘空间: 150GB | 硬盘空间: 150GB |
| 声卡: DirectX 兼容 | 声卡: DirectX 兼容 |

数据来源: RocketStar, 东莞证券研究所

图 14: 《绝地求生》配置要求

| 系统需求 | |
|--|---|
| 最低配置: | 推荐配置: |
| 需要 64 位处理器和操作系统 | 需要 64 位处理器和操作系统 |
| 操作系统: 64-bit Windows 7, Windows 8.1, Windows 10 | 操作系统: 64-bit Windows 7, Windows 8.1, Windows 10 |
| 处理器: Intel Core i5-4430 / AMD FX-6300 | 处理器: Intel Core i5-6600K / AMD Ryzen 5 1600 |
| 内存: 8 GB RAM | 内存: 16 GB RAM |
| 显卡: NVIDIA GeForce GTX 960 2GB / AMD Radeon R7 370 2GB | 显卡: NVIDIA GeForce GTX 1060 3GB / AMD Radeon RX 580 4GB |
| DirectX 版本: 11 | DirectX 版本: 11 |
| 网络: 宽带互联网连接 | 网络: 宽带互联网连接 |
| 存储空间: 需要 30 GB 可用空间 | 存储空间: 需要 30 GB 可用空间 |

数据来源: Steam, 东莞证券研究所

表 3: 《荒野大镖客 2》配置价格 (以某电商搜索结果第一位为例)

| | 最低配置 | 推荐配置 | 差价 (元) |
|-----|------------|----------|--------|
| 处理器 | i5 2500K | i7 4770K | 696 |
| 内存 | 8 GB | 12 GB | 260 |
| 显卡 | GTX 770 2G | GTX 1060 | 197 |
| 硬盘 | 150 GB | 150 GB | 0 |
| 合计 | - | - | 1153 |

资料来源: 互联网公开资料, 东莞证券研究所

表 4: 《绝地求生》配置价格 (以某电商搜索结果第一位为例)

| | 最低配置 | 推荐配置 | 最佳配置 1 | 最佳配置 2 | 低配与推荐配置差价 (元) | 最佳配置 1 与推荐配置差价 (元) | 最佳配置 2 与推荐配置差价 (元) |
|-----|------------|-------------|-------------|-------------|---------------|--------------------|--------------------|
| 处理器 | i5 4430 | i5 6600 | i7 8700k | i7 8700k | 994 | 1330 | 1330 |
| 内存 | 8 GB | 16 GB | 16 GB | 16 GB | 260 | 0 | 0 |
| 显卡 | GTX 960 2G | GTX 1060 3G | GTX 1060 ti | GTX 1080 ti | 390 | 365 | 3370 |
| 硬盘 | 30 GB | 30 GB | 30 GB | 30 GB | 0 | 0 | 0 |
| 合计 | - | - | - | - | 1644 | 1695 | 4700 |

资料来源: 互联网公开资料, 游明星空, 东莞证券研究所

云游戏突破硬件限制, 有助于大型制作渗透。由于云游戏是基于云计算开展的, 当玩家发送操作指令后, 所有的计算过程都将由云端服务器完成, 包括画面渲染、交互逻辑等, 运算完成后再回传到玩家的显示终端。在这个过程中, 玩家并不需要通过配置高性能的计算机参与其中, 只需要拥有显示终端, 即可体验到大型游戏制作, 降低了玩家进入高配游戏的门槛, 有助于吸引过去由于硬件配置跟不上而被挡在门外的玩家。

等待成本: “即点即玩”避免游戏下载及更新的等待时间

下载时间过长，造成用户流失。在 4G 网络下，考虑不同环境的传输速率存在差异，下载 1G 的文件基本需要耗费 1.71 至 11.38 分钟，而下载《王者荣耀》则需要 6.67 至 44.38 分钟；同时游戏后续仍有多次版本更新。在长时间等待及流量资费等因素影响下，不利于新用户的导入，非忠诚玩家容易出现流失。因此，游戏开发商在一定程度上需在包体大小与留存率之间作出平衡。

表 5：各网络制式下载速度情况对比

| 网络 | 下载速度 | 下载 1G 文件时长 | 下载《王者荣耀》iOS 版 (3.9GB) 时间 | 下载《梦幻西游》iOS 版 (1.2GB) 时间 |
|----|------------|-------------------|--------------------------|--------------------------|
| 2G | 15-20K/s | 14.56 至 19.42 小时 | 98.13 至 75.74 小时 | 17.47 至 23.30 小时 |
| 3G | 120-600K/s | 29.13 至 145.64 分钟 | 113.61 至 568 分钟 | 34.94 至 174.77 分钟 |
| 4G | 1.5-10M/s | 1.71 至 11.38 分钟 | 6.67 至 44.38 分钟 | 2.05 至 13.66 分钟 |
| 5G | 125M/s | 8.19 秒 | 31.94 秒 | 9.83 秒 |

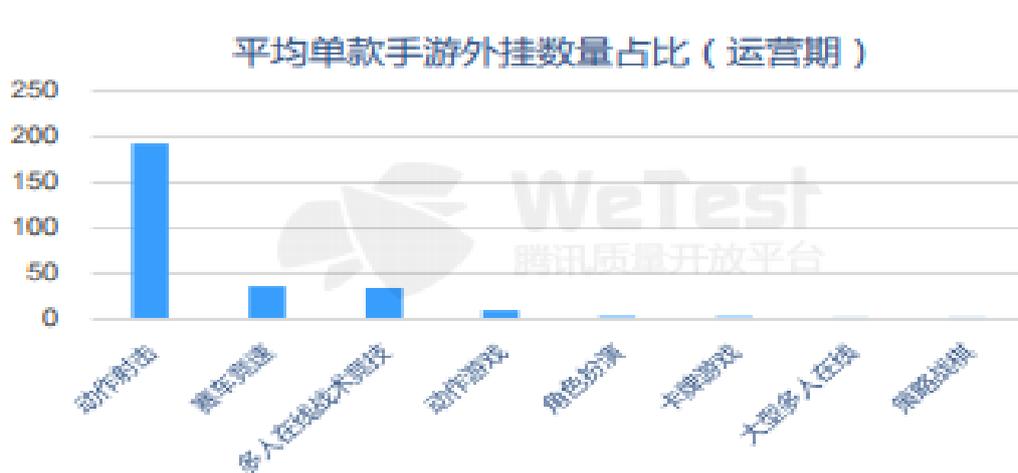
资料来源：互联网公开资料，东莞证券研究所

“即点即玩”避免了下载及更新的等待时间。在 5G 每秒下载速度达 125M/s 的高速传输支撑下，云游戏能够实现免下载、免安装、在线体验。对于玩家来说，通过云游戏的即点即玩，不需要再面临游戏下载及版本更新的等待时间，有助于新用户的导入及留存。对于开发者来说，通过云端能够实现游戏的静默部署及版本更新，不需要在包体大小与留存率之间做出牺牲，能够将重点放在游戏质量的提升上。

防外挂成本：本地处理成外挂温床，游戏上云有望规避干扰

外挂集中射击游戏，影响用户体验感。目前国内游戏市场仍存在部分玩家通过使用外挂或私服等形式轻松获取胜利及奖励等好处，进一步损害了游戏的公平性及平衡性。据腾讯数据显示，2018 年外挂集中在动作射击、赛车竞速以及多人在线战术竞技这三类移动游戏当中；其中，平均每款动作射击游戏的外挂数量接近 200 个。数量众多的外挂不仅降低了用户的体验感，而且长时间会造成用户流失。

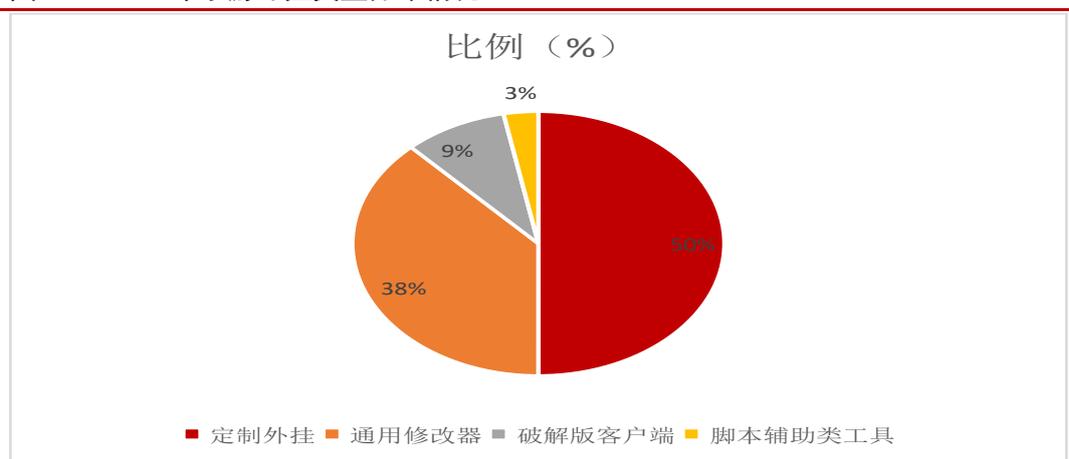
图 15：2018 年平均单款手游外挂情况



数据来源：腾讯，东莞证券研究所

从实现方式上分类，外挂可以分为通用修改器、定制外挂、破解版游戏客户端、脚本辅助类工具。据腾讯数据显示，2018 年手游外挂类型集中在定制外挂和通用修改器，占比分别达到 50%和 38%；破解版客户端、脚本辅助类工具分别为 9%和 3%。

图 16：2018 年手游外挂类型分布情况



数据来源：腾讯，东莞证券研究所

由于外挂大部分以内存修改为主，数据本地处理再反馈服务器的过程容易成为外挂的温床。而云游戏由于将所有的计算处理放在了云端服务器，本地不参与运算处理，能够在很大程度上规避外挂的干扰，增强用户体验感，减少因外挂造成的用户流失。

1.2.3 云游戏发展国际市场先行，Stadia 近期上线但道阻且长

国际大厂早有涉足，但传输问题制约发展。2000 年，芬兰游戏公司 G-Cluster 在 E3 博览会上通过无线网络将 PC 游戏传输到手持设备，被视为云游戏的发展雏形，但由于展示过程出现明显的延迟与卡顿，并没有引起业界重视。2009 年，Onlive 在 GDC 上展示了孤岛危机的云游戏版本，并联合了 EA、育碧等游戏厂商为其提供内容支持，但平台上线后同样因传输问题而流产。在 Onlive 实践启发下，索尼、英伟达等厂商陆续进入云游戏领域，但进展较为缓慢。2017 年后，各大厂商明显加快了云游戏布局；其中，英伟达在 2017 年发布了 GeForce Now 平台，EA、谷歌、微软也在 2018 年公布了云游戏计划。

图 17：国外云游戏发展时间线



数据来源：腾讯研究院，互联网公开资料，东莞证券研究所

11 月 19 日，谷歌云游戏平台 Stadia 正式上线，但道阻且长。目前，谷歌向美国、英国等 14 个国家地区开放销售 Stadia 创始人版本，售价 129 美元，套餐包含一个 Stadia

手柄、Chromecast Ultra 播放器，以及 3 个月订阅会员。据谷歌官网介绍，用户如果想要获得“4K HDR+60 FPS”的游戏体验，建议网络至少达到 35 Mbps。经过对比 Eurogamer、GameSpot、IGN、Wccftech 等网站对 Stadia 评测，我们发现虽然 Stadia 在云游戏上较前人迈出了重要的一步，但目前主要存在 4 个问题：

图 18：谷歌 Stadia 套装



数据来源：谷歌官网，东莞证券研究所

图 19：谷歌建议网络情况



数据来源：谷歌官网，东莞证券研究所

- (1) 在部分游戏的体验中，Stadia 并没有提供宣称的 4K 画面。即使在同一分辨率下，画面的清晰度、色彩明度较 Xbox One X 仍有一定的差距。

图 20：Stadia 画面与 Xbox One X 对比



数据来源：IGN，东莞证券研究所

- (2) 时延问题依然存在。虽然谷歌通过手柄内置 WiFi 芯片直接与 Stadia 服务器相连减少滞后，但在实际操作中时延问题与 Xbox One X 相比仍较大。据 Eurogamer 评测的四款游戏当中，Stadia 与 Xbox One X 之间的时延基本处于 44ms 至 56ms 之间。

图 21: Stadia 与 Xbox One X 时延对比

| Latency Tests | Xbox One X | Stadia | Difference |
|---------------------------------|------------------------|---------------|------------|
| Destiny 2 | 100ms (30fps) | 144ms (60fps) | +44ms |
| Mortal Kombat 11 | 78ms | 122ms | +44ms |
| Shadow of the Tomb Raider 60fps | 83ms | 139ms | +56ms |
| Shadow of the Tomb Raider 30fps | 167ms | 217ms | +50ms |
| Gylt | N/A (Stadia Exclusive) | 139ms | - |

数据来源: Eurogamer, 东莞证券研究所

- (3) 数据流量耗费过大。据 Wccfttech 评测, 以 1080P+60 FPS 的画质体验《荒野大镖客 2》, 每小时产生的数据流量或高达 7.14GB。按照谷歌官方说法, 4K 画质游戏每小时消耗流量将高达 20GB。目前, 国内三大运营商 5G 套餐流量基本处于 30 至 300GB 之间, 超出套餐流量后基本按照 3 元/GB 收费。按照目前 5G 流量收费情况来看, 普通消费者或难以承担如此高的流量资费。

表 6: 三大运营商 5G 套餐资费情况

| 运营商 | 月费 (元/月) | 流量 (GB) | 网络峰值速率 | 套餐外流量资费 |
|------|----------|---------|---------|------------------------------|
| 中国移动 | 128 | 30 | 500Mbps | 超出后5元/G, 满15元后按3元/G 计算 |
| | 198 | 60 | 500Mbps | |
| | 298 | 100 | 1Gbps | |
| | 398 | 150 | 1Gbps | |
| | 598 | 300 | 1Gbps | |
| 中国电信 | 129 | 30 | 500Mbps | 超出后3元/G |
| | 169 | 40 | 500Mbps | |
| | 199 | 60 | 500Mbps | |
| | 239 | 80 | 1Gbps | |
| | 299 | 100 | 1Gbps | |
| | 399 | 150 | 1Gbps | |
| | 599 | 300 | 1Gbps | |
| 中国联通 | 129 | 30 | 500Mbps | 超出后3元/G |
| | 159 | 40 | 500Mbps | |
| | 199 | 60 | 500Mbps | |
| | 239 | 80 | 1Gbps | |
| | 299 | 100 | 1Gbps | |
| | 399 | 150 | 1Gbps | |
| | 599 | 300 | 1Gbps | |

资料来源: 互联网公开资料, 东莞证券研究所

- (4) 内容库存在弱势。11 月 12 日, 谷歌公布 Stadia 首发游戏阵容, 包括《荒野大镖客 2》、《刺客信条: 奥德赛》等 12 款游戏; 11 月 18 日, 谷歌宣布将首发游戏内容增加至 22 款游戏。而首发游戏当中, 《命运 2》及《侍魂》免费提供, 12 月则新增《古墓丽影 9》和《模拟农场 19》两款免费游戏; 其余游戏均需要额外付费, 部分游戏的价格高于 PS4、Xbox One X 平台。无论是游戏数量或者价格上, PS、Xbox 平台要略胜一筹。

表 7: Stadia 首发游戏阵容

| 序号 | 名称 | 序号 | 名称 |
|----|------------------|----|------------------------|
| 1 | 刺客信条奥德赛 | 12 | 真人快打 11 |
| 2 | 进击的巨人 2 | 13 | NBA 2K20 |
| 3 | 命运 2 | 14 | 愤怒 2 |
| 4 | 模拟农场 19 | 15 | 荒野大镖客 2 |
| 5 | Final Fantasy XV | 16 | 古墓丽影崛起 |
| 6 | 足球经理 2020 | 17 | 侍魂 |
| 7 | Grid | 18 | 古墓丽影 9 |
| 8 | Gylt | 19 | Trials Rising |
| 9 | Just Dance 2020 | 20 | Wolfenstein Youngblood |
| 10 | Kine | 21 | 古墓丽影暗影 |
| 11 | Metro Exodus | 22 | Thumper |

资料来源：互联网公开资料，东莞证券研究所

1.2.4 国内厂商积极跟进、官方表态重视云游戏，行业发展有望提速

国内厂家加速布局，跨界行动陆续上演。随着国内 5G 商用进程持续推进，腾讯、完美世界等游戏厂商进一步加快云游戏的布局进程。其中，腾讯云游戏平台 START 在 2019 年 3 月面向广东、上海地区开启内测；截至 11 月 22 日，内测地区新增 5 个，分别为北京、江苏、天津、河北和安徽。除传统游戏厂商外，手机厂商、通信运营商也积极参与到云游戏的布局当中。其中，华为 X Labs 和网易游戏 6 月份宣布合作建立 5G 云游戏联合创新实验室，并于 10 月份发布《云游戏体验模型(Cloud gMOS)》白皮书。而中国移动 6 月份则联合中兴、腾讯展示了业界首个基于 5G 端到端切片+MEC 系统的云游戏，并于 9 月份与移动云游戏服务提供商海马云签署合作协议，针对安卓游戏云化开展技术合作。中国联通、中国电信则分别推出了“沃家云游”和“天翼云游戏”。

图 22：腾讯 START 平台



数据来源：腾讯，东莞证券研究所

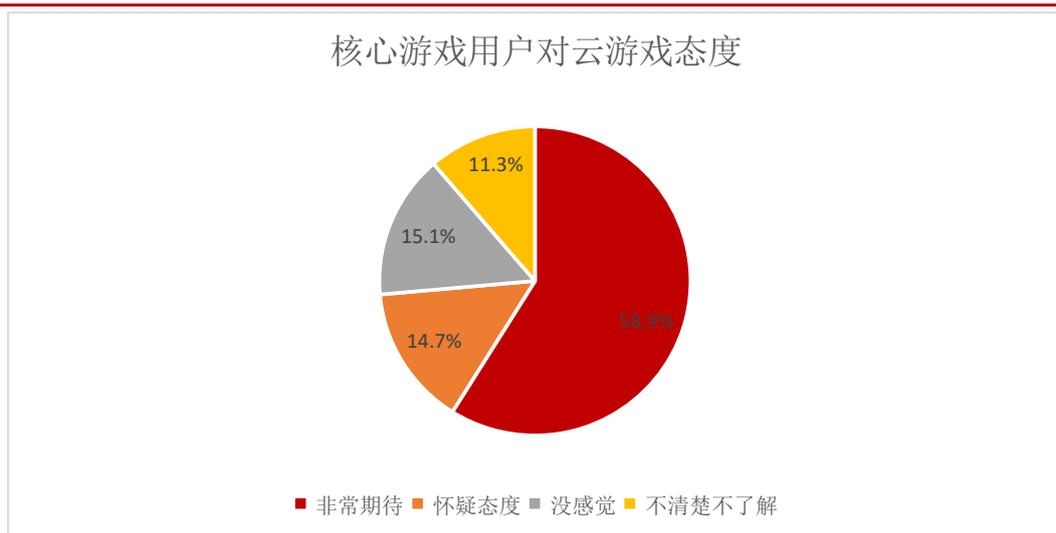
图 23：腾讯 WeGame 云游戏画面



数据来源：WeGame，东莞证券研究所

官方重视云游戏进程。2019 年 8 月 ChinaJoy 开幕式上，中宣部出版局局长郭义强表示，业界要充分运用新技术新手段，开拓发展新空间。而云游戏作为 5G 应用下的新产物，具备云端运行、无需下载、即点即玩等新特点，有望对整个游戏业态产生重大影响，希望行业密切关注。**同时，核心用户对云游戏持开放的态度。**据伽马数据显示，截至 2019 年 6 月，接近 60%的核心游戏用户表示对云游戏非常期待；仅 15%的用户对云游戏持有怀疑的态度。

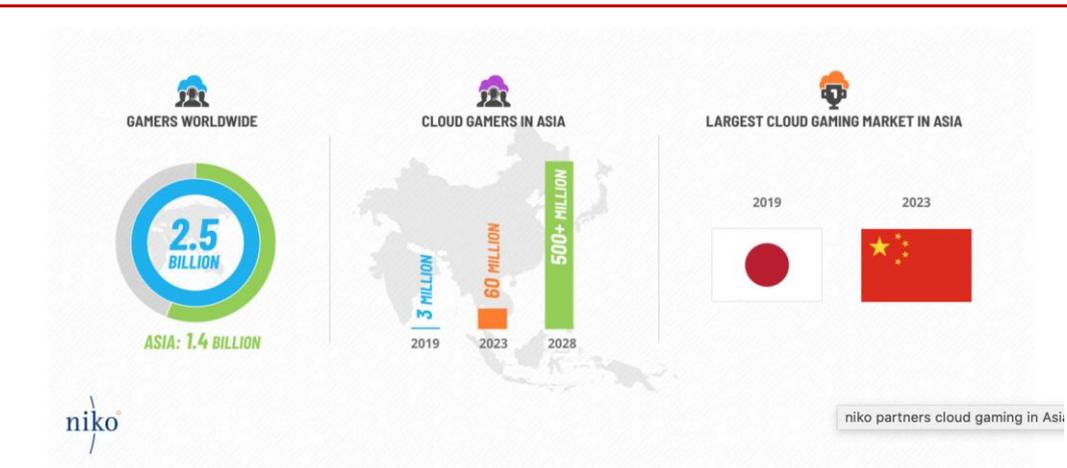
图 24：核心游戏用户对云游戏态度



数据来源：伽马数据，东莞证券研究所

随着官方对云游戏的正面表态落地，叠加国内厂商在云游戏领域的加速布局、核心用户的正面评价，行业后续发展有望进一步提速。据 Niko Partners 预测，2019 年亚洲云游戏服务市场收入将达 2.7 亿美元，预计 2023 年增长至 30 亿美元，年均复合增长率高达 82.57%；云游戏玩家则有望从 2019 年的 300 万人次激增至 2023 年的 6 千万人次，年均复合增长达到 82.06%。同时，Niko Partners 预测我国将在 2023 年成为亚洲最大的云游戏市场，市场发展潜力巨大。

图 25：云游戏市场发展情况



数据来源：Niko Partners，东莞证券研究所

1.2.5 云游戏产业链上下联动，前期关注技术，内容生产贯穿全程

云游戏产业链主要包括游戏内容开发商、云计算厂商、云游戏平台方、终端设备以及提供基础网络传输的运营商等。

产业链上游：包括游戏开发商，负责游戏开发、后续内容更新，如腾讯游戏、网易游戏、三七互娱等。云计算厂商，负责提供云端 CPU、GPU 等算力支持，如阿里云、腾讯云、华为云等。基础软硬件厂商，提供 CPU、GPU 等基础硬件及相应的解决方案，如英伟达、

AMD 等。

产业链中游：包括云游戏平台方，面向用户进行游戏内容分发，如 Stadia、咪咕云游戏、腾讯 START 等。云游戏解决方案商，向游戏平台提供云游戏一站式的解决方案，协助平台快速部署云游戏，如海马云、蔚领科技等。

产业链下游：直接面向玩家的终端设备，包括 PC、主机、移动手机、电视大屏等。

网络传输：提供 5G 高速网络传输的运营商，包括中国移动、中国联通、中国电信等。

图 26：云游戏产业链



数据来源：互联网公开资料，东莞证券研究所

我们认为在云游戏正式落地前后的一段时间里，技术厂商（包括云计算、云游戏解决方案提供商等）及运营商将在一定程度上占主导地位。而随着相关技术的日趋成熟，云游戏的持续发展必然要回归到游戏内容当中，游戏内容研发商的地位有望逐步提高。

综上，我们认为云游戏的推出有助于降低用户的硬件成本、等待成本以及防外挂成本，不仅能够提升现有玩家的游戏体验，也有助于吸引新生玩家、扩大用户基础，进一步打开行业发展空间。从目前 Stadia 上线的情况来看，网络传输、数据资费、游戏内容等问题依然制约着玩家的体验效果。随着后续 5G 网络大规模铺设及完善，国家政策支持、国内厂商的积极布局以及核心用户的正面评价，国内云游戏行业的发展有望进一步走向成熟。建议从云游戏产业链出发，关注两条主线：（1）内容端，具备优质内容开发能力的游戏研发商；（2）技术端，提供云游戏技术支持的云计算厂商及云游戏解决方案提供商。

2. 出版发行：图书市场持续向好，关注少儿图书出版及高分红个股

2.1 图书市场持续向好，少儿图书占主要份额

图书市场保持稳健增长。据开卷信息数据显示，2019 年前三季度国内图书零售市场销售额达到 894 亿元，同比增长 12.78%，增速高于上半年的 10.82%。分渠道来看，实体店前三季度销售额同比下降 7.03%，但同比降幅已有所收窄。网店渠道则继续保持较高的增速，前三季度销售额同比上升 24.80%。

图 27：我国图书零售市场情况



数据来源：开卷信息，东莞证券研究所

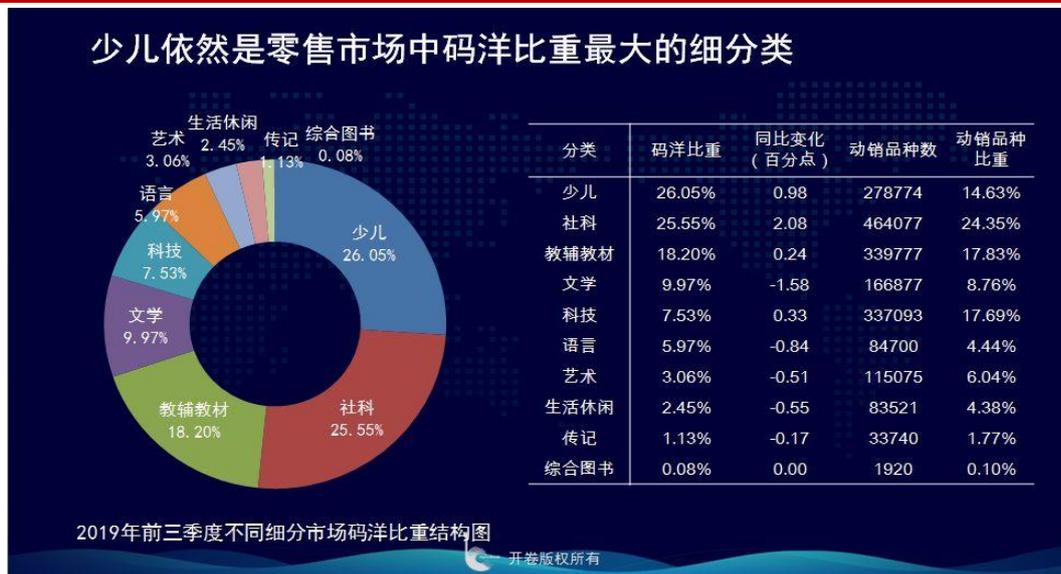
图 28：实体及网络渠道图书销售情况



数据来源：开卷信息，东莞证券研究所

从细分图书市场来看，少儿、社科、教材教辅类图书占比较高。据开卷信息数据显示，前三季度图书市场码洋 Top3 的图书种类分别为少儿、社会科学以及教材教辅，三者占整个图书市场的码洋比重分别为 26.05%、25.55%和 18.20%，合计接近 70%。同时，前三季度码洋比重出现同比增长的图书类目仅有四类，其中三类为社科、少儿、教材教辅，分别同比提升了 2.08、0.98 和 0.24 个百分点，进一步凸显该三类图书在国内图书市场的重要地位。

图 29：图书零售市场码洋比重分类

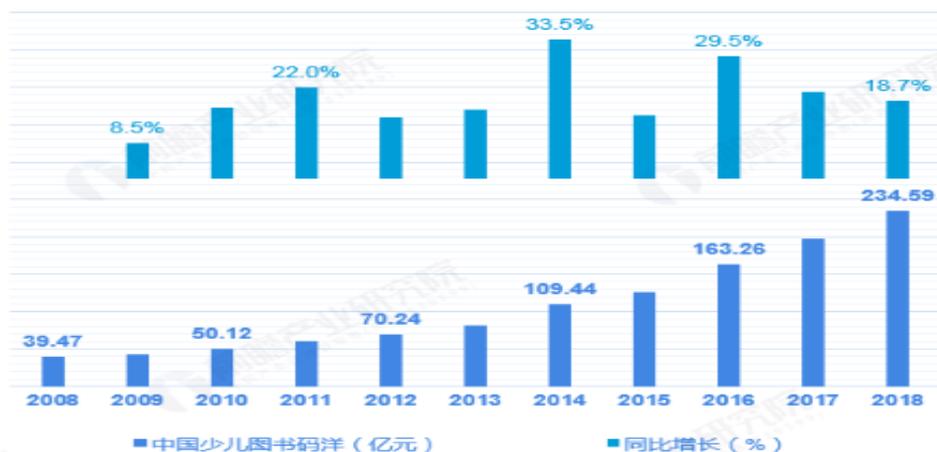


数据来源：开卷信息，东莞证券研究所

2.2 少儿图书：码洋增速领跑市场，经典 IP 持续霸榜

市场销售增长强劲，码洋增速领跑市场。随着人均可支配收入增加，新生代父母对子女早期教育的重视程度逐渐加强，进一步助推少儿图书销售规模的上升。据开卷信息数据显示，自 2010 年以来，少儿图书市场码洋规模增速每年均保持在 10% 以上，近十年复合增长率接近 20%，增速远超同期图书市场的整体增速。随着全面二胎的放开以及父母对教育重视程度进一步提升，预计少儿图书市场增速仍将继续领跑整个图书零售市场。

图 30：少儿图书零售渠道码洋规模变化情况



数据来源：开卷信息，前瞻研究院，东莞证券研究所

头部效应明显，尾部市场竞争激烈。据开卷信息数据显示，2018 年前三季度，国内有 552 家出版社参与到少儿图书出版工作中，占全国出版社数量的比例超过 95%，少儿图书已成为各出版社兵家必争之地。从出版社的市占率来看，共有 27 家出版社少儿出版码洋占有率在 1% 以上，合计占到市场份额达到 55.16%；意味着余下 525 间出版社（即接近 95% 的出版社）争夺不足 45% 的市场份额，尾部市场竞争相对激烈。

从头部出版社内部来看，竞争格局相对分散。全国仅二十一世纪出版社一家码洋占有率超过 4%，处于行业第一梯队；码洋占有率在 2% 至 4% 的出版社有 10 家；另有 16 家出版社市占率在 1% 至 2% 之间。总体来看，头部出版社内部竞争格局相对分散。

表 8：2018 年前三季度少儿图书市场竞争格局

| 市占率 | 出版社 | 相关上市公司 |
|-------|------------|--------|
| ≥4% | 二十一世纪出版社 | 中文传媒 |
| | 浙江少年儿童出版社 | - |
| 3%-4% | 长江少年儿童出版社 | 长江传媒 |
| | 安徽少年儿童出版社 | 时代出版 |
| | 海豚出版社 | - |
| | 明天出版社 | 山东出版 |
| | 四川少年儿童出版社 | 新华文轩 |
| 2%-3% | 陕西未来出版社 | - |
| | 长江出版社 | - |
| | 北京联合出版社 | - |
| | 中国少年儿童出版社 | - |
| | 中国人口出版社 | - |
| 1%-2% | 黑龙江美术出版社 | - |
| | 吉林美术出版社 | - |
| | 童趣出版社 | - |
| | 人民文学出版社 | 中国出版 |
| | 接力出版社 | - |
| | 中信出版 | 中信出版 |
| | 吉林出版 | - |
| | 世纪图书出版社 | - |
| | 青岛出版 | - |
| | 湖北美术 | 长江传媒 |
| | 北方妇女儿童 | - |
| | 金盾出版社 | - |
| | 化学工业出版社 | - |
| | 四川天地出版社 | 新华文轩 |
| | 中国大百科全书出版社 | 中国出版 |

数据来源：开卷信息，东莞证券研究所

经典 IP 持续霸榜。2019 年前三季度，前十大畅销少儿图书榜当中没有出现今年新出的 IP，所有 IP 的首次出版时间至今均在三年以上。其中，《夏洛的网》、《草房子》等图书的首版出版时间至今更超过十年。我们认为，经典 IP 霸榜的情况，一方面凸显了图书的过硬质量；另一方面是 IP 一旦获取消费者的认可后，良好的口碑将持续发酵，消费者会倾向于选择知名的 IP 系列，进一步巩固了强者恒强的局面。

表 9：2019 年前三季度前十大畅销少儿图书榜

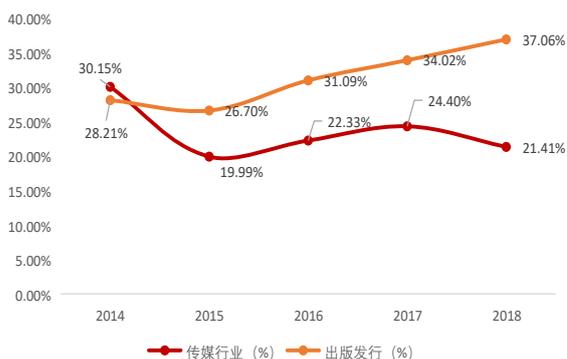
| 名称 | 出版社 | 首版出版时间 | 涉及上市公司 |
|----------------|-------------|--------|--------|
| 夏洛的网 | 上海译文出版社 | 2004 | - |
| 窗边的小豆豆（2018 版） | 南海出版公司 | 2008 | - |
| 猜猜我有多爱你 | 明天出版社 | 2006 | 山东出版 |
| 没头脑和不高兴（注音版） | 浙江少年儿童 | 2012 | - |
| 狼王梦（升级版） | 浙江少年儿童 | 2009 | - |
| 小猪唏哩呼噜（上） | 春风文艺出版社 | 2008 | 出版传媒 |
| 小猪唏哩呼噜（下） | 春风文艺出版社 | 2008 | 出版传媒 |
| 草房子 | 江苏凤凰少年儿童出版社 | 2005 | 凤凰传媒 |
| 米小圈脑筋急转弯-脑力挑战赛 | 四川少年儿童出版社 | 2016 | 新华文轩 |
| 米小圈脑筋急转弯-机灵小神童 | 四川少年儿童出版社 | 2016 | 新华文轩 |

资料来源：开卷信息，东莞证券研究所

2.3 行业现金充裕、资产负债率低、高分红，兼备防御性

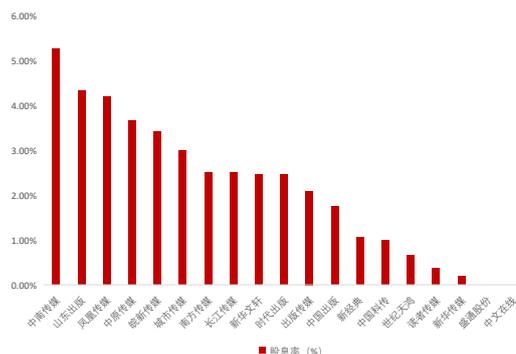
货币资金充裕，逐年稳步增长。我们选取了 20 间在 A 股上市主营图书出版发行的公司

图 35：近 5 年传媒及出版发行行业现金分红比例情况



数据来源：wind，东莞证券研究所

图 36：2018 年出版发行公司股息率（截至 2019/11/29）



数据来源：wind，东莞证券研究所

3. 营销：刊例花费降幅逐季收窄，明年广告需求有望改善

3.1 行业景气承压，但降幅逐季收窄

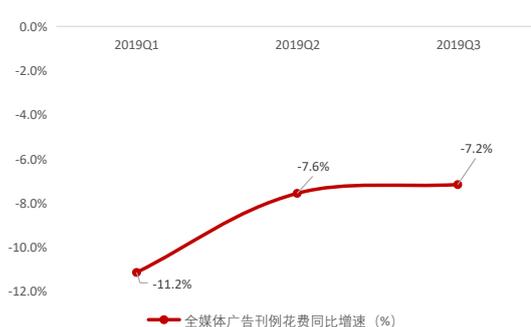
受宏观经济下行影响，2019 年前三季度我国全媒体广告刊例花费同比下降 8.0%，增速同比回落了 13.7 个百分点，行业景气度整体有所承压。分季度来看，一季度、二季度、三季度全媒体刊例花费分别同比下降 11.2%、7.6%和 7.2%，同比降幅呈逐季收窄的趋势，显示需求端出现一定程度的改善。

图 37：近 5 年全媒体广告刊例花费情况



数据来源：CTR，东莞证券研究所

图 38：2019 年全媒体广告刊例花费季度情况

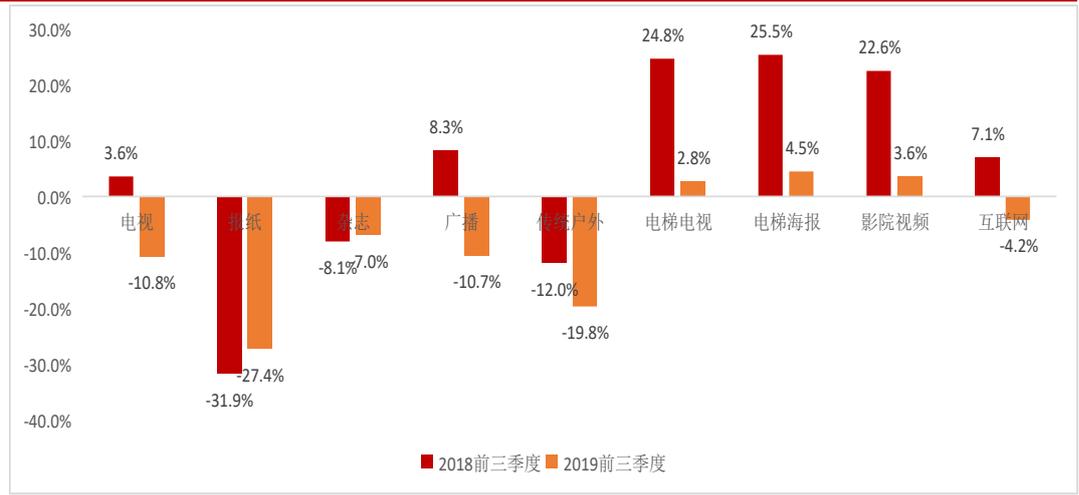


数据来源：CTR，东莞证券研究所

3.2 细分渠道分化，生活圈媒体优势仍存

分渠道来看，生活圈媒体呈现弱势增长。据 CTR 统计的 9 个广告渠道当中，前三季度仅电梯海报、影院视频、电梯电视刊例花费实现同比上涨，分别同增 4.5%、3.6%和 2.8%，增速分别同比下滑了 21、19 和 22 个百分点，增速回落较为明显。其余 6 个广告渠道均出现不同程度下滑，其中报纸、户外媒体刊例花费下滑幅度较大，分别同比下降 27.4%和 19.8%；互联网刊例花费则同比下滑 4.2%。

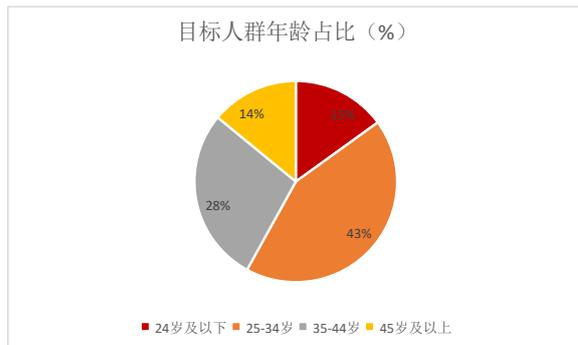
图 39：近 2 年各渠道广告刊例花费情况



数据来源：CTR，东莞证券研究所

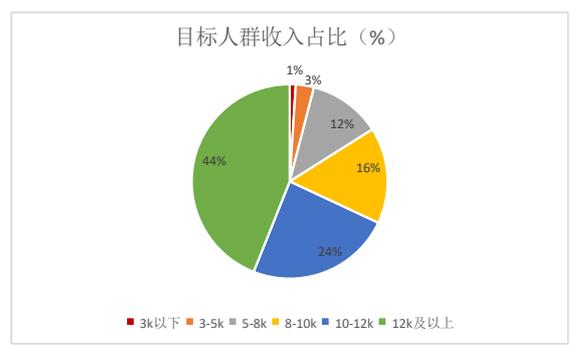
在行业景气度整体承压的情况下，生活圈媒体刊例花费仍实现逆势上涨，我们认为主要是基于其渠道特征所带来的营销价值。具体来看：（1）占据巨大的线下流量入口，主流消费人群必经场景。据前瞻研究院调研，生活圈媒体日均有 5 亿人次到达，主流消费人群达到 2 亿人次，主要覆盖白领、金领等消费力较强的消费群体。超过 70% 的受众年龄位于 25-44 岁之间，是我国财富主要创造者；超过 60% 的受众家庭收入在 1 万元以上。

图 40：目标人群年龄结构



数据来源：前瞻研究院，东莞证券研究所

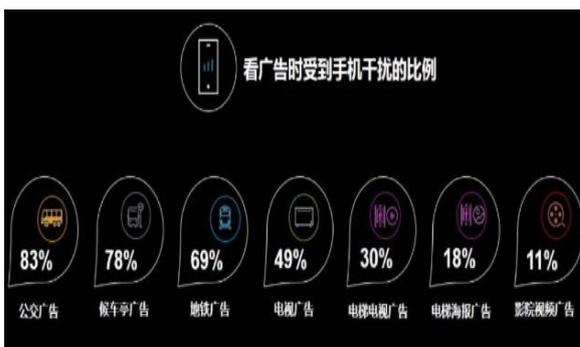
图 41：目标人群收入结构



数据来源：前瞻研究院，东莞证券研究所

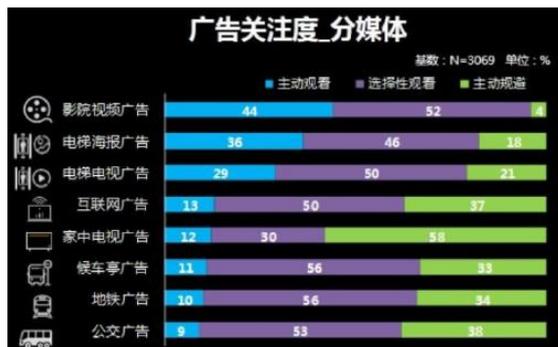
（2）低干扰，高触达。电梯存在于封闭的空间之中，对手机信号有一定的阻隔，能够集合碎片化时间，以高清屏幕、声色结合的方式触达受众，达到强制性收看效果。而影院处于密闭、舒适的环境，在富有视觉冲击力的大银幕和震撼的音响效果下，能有效吸引受众眼球使其更愿意投入观看广告内容。据尼尔森《2017 消费者广告关注度研究报告》显示，受众在影院视频、电梯海报、电梯电视中受手机干扰程度分别为 11%、18% 和 30%，远低于其他广告渠道。因此，主动观看影院、电梯海报、电梯电视广告的受众比例分别达到 44%、36% 和 29%，大幅高于传统及互联网媒体。在主流消费群体的高关注度下，有助于增强品牌形象及提升转化率。因此，生活圈媒体极具营销价值，刊例花费的逆势上涨进一步佐证了其渠道价值。

图 42：观看广告受干扰程度



数据来源：尼尔森，东莞证券研究所

图 43：广告关注度



数据来源：尼尔森，东莞证券研究所

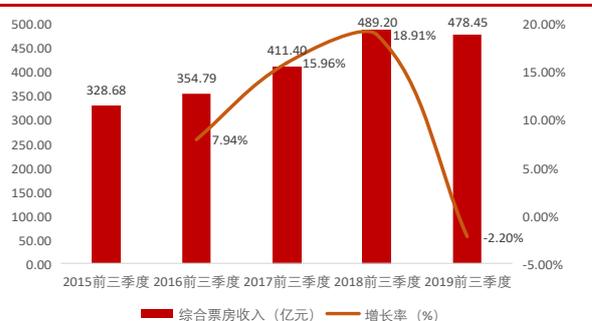
把握景气渠道，静待需求拐点。前三季度广告市场刊例花费虽出现较大幅度的下滑，但分季来看，同比降幅逐渐收窄，显示需求有复苏的迹象。同时，展望 2020 年，欧洲杯、东京奥运会等大型赛事预计相继于明年 6 月、7 月举行，有望进一步刺激广告主广告投放的需求。建议关注目前景气度相对较好的广告投放渠道，如生活圈媒体，静待行业需求拐点的来临。

4. 电影：内容为王趋势不改，把握优质影片储备方

4.1 前三季度市场承压，国庆档期迎来改善

前三季度票房承压。2019 年 1-9 月我国电影市场综合票房为 478.45 亿元，同比下降 2.20%；观影人次 12.80 亿人次，同比下降 7.23%。其中，三季度综合票房为 166.77 亿元，同比下降 1.31%；观影人次为 4.72 亿人，同比下降 1.53%。整体来看，在缺乏可持续的优质内容供给下，部分观众的观影需求受到抑制，前三季度电影市场的景气度仍有所承压。

图 44：电影市场前三季度综合票房情况



数据来源：wind，东莞证券研究所

图 45：电影市场前三季度观影人次情况



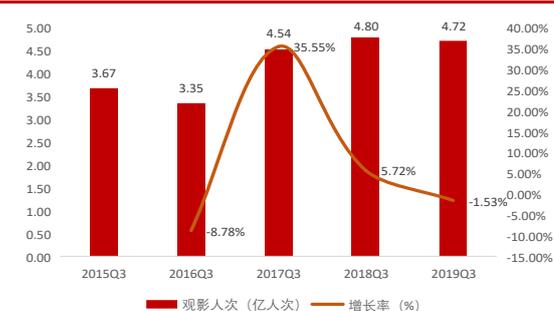
数据来源：wind，东莞证券研究所

图 46：电影市场 Q3 综合票房情况



数据来源：wind，东莞证券研究所

图 47：电影市场 Q3 观影人次情况



数据来源：wind，东莞证券研究所

国庆档期迎来改善。由于 2019 年国庆迎来新中国成立 70 周年，同时叠加假期效应的催化，观众的观影需求获得集中释放。今年国庆档期综合票房达到 43.74 亿元，同比大幅增长 130.77%；累计观影人次达到 1.17 亿人，同比增长 117.34%，表现超市场预期。受此带动，截至 10 月 7 日，我国全年综合票房达到 522.29 亿元，同比增长 2.76%，出现企稳迹象。

图 48：国庆档期综合票房情况



数据来源：wind，东莞证券研究所

图 49：国庆档期观影人次情况



数据来源：wind，东莞证券研究所

4.2 内容为王趋势不改，后续作品值得期待

票房头部效应加剧，影片质量是关键。2019 年 1-10 月，综合票房 Top5 影片共取得票房 195.55 亿元，占当期总票房比例达到 34.91%，同比提升了 6.21 个百分点，头部效应进一步增强。而票房往头部影片集中的背后反映的是观众受观影习惯不断升级影响，更加偏好消费内容优质的影片。2019 年 1-10 月，综合票房 Top5 影片的猫眼平均得分达到 9.4 分，同比提升了 0.16 分。我们认为随着观众观影口味的不断升级，影片的质量及口碑将成为票房的风向标，具备优质资源储备的公司有望突围而出。

表 10：近 3 年票房 Top5 影片票房情况

| 2017 年 1-10 月 | | | 2018 年 1-10 月 | | | 2019 年 1-10 月 | | |
|---------------|---------|----------|---------------|---------|----------|---------------|---------|----------|
| 影片名 | 票房 (亿元) | 猫眼评分 (分) | 影片名 | 票房 (亿元) | 猫眼评分 (分) | 影片名 | 票房 (亿元) | 猫眼评分 (分) |
| 战狼 2 | 56.79 | 9.7 | 红海行动 | 36.51 | 9.4 | 哪吒之魔童降世 | 49.74 | 9.6 |
| 速度与激情 8 | 26.71 | 9.3 | 唐人街探案 2 | 33.98 | 9 | 流浪地球 | 46.56 | 9.2 |
| 羞羞的铁拳 | 21.40 | 9.1 | 我不是药神 | 31.00 | 9.6 | 复仇者联盟 4 | 42.41 | 9.1 |
| 功夫瑜伽 | 17.53 | 8.4 | 西虹市首富 | 25.48 | 9.2 | 我和我的祖国 | 28.61 | 9.7 |
| 西游伏妖篇 | 16.56 | 7.7 | 复仇者联盟 3 | 23.91 | 9 | 中国机长 | 28.23 | 9.4 |
| 平均评分 (分) | - | 8.84 | 平均评分 (分) | - | 9.24 | 平均评分 (分) | - | 9.4 |
| 票房占比 (%) | 30.24% | - | 票房占比 (%) | 28.70% | - | 票房占比 (%) | 34.91% | - |

资料来源：艺恩数据，猫眼数据，wind，东莞证券研究所

展望 2020 年，优质影片储备丰富。从目前定档 2020 年春节档的影片来看，除 1 部重映影片外，春节档共有 9 部影片上映；影片题材上不仅包括喜剧、动画等合家欢类型，还涉及体育竞技，题材类型渐趋多元化。截至 11 月 24 日，春节档影片猫眼想看指数前三的影片分别为《唐人街探案 3》、《姜子牙》、《紧急救援》。其中，《唐人街探案 3》猫眼想看指数达到 66.88 万人次，第一部、第二部票房收入分别为 8.18 和 33.97 亿元，在前作高票房的提振下，第三部有望实现延续；《姜子牙》则为光线传媒旗下彩条屋又一力作，目前猫眼想看指数已达 21.15 万人次。

表 11：2020 年春节档定档影片情况

| 影片 | 类型 | 相关方 | 猫眼想看指数 (万) |
|---------|-------|------------|------------|
| 唐人街探案 3 | 喜剧、动作 | 万达电影、中国电影等 | 66.88 |
| 姜子牙 | 动画、动作 | 光线传媒等 | 21.15 |
| 紧急救援 | 剧情、灾难 | 腾讯影业、猫眼等 | 14.22 |
| 囧妈 | 剧情、喜剧 | 欢喜传媒、横店影视等 | 8.84 |
| 中国女排 | 剧情 | 中国电影等 | 7.81 |
| 源 彩虹 | 动作、冒险 | 紫禁城影业等 | 3.71 |
| 急先锋 | 动作、冒险 | 中国电影、腾讯影业等 | 2.81 |
| 大红包 | 喜剧、爱情 | 大宋如歌等 | 0.77 |
| 金蝉降魔 | 剧情 | 上海豪颖等 | 0.74 |
| 熊出没狂野大陆 | 喜剧、科幻 | 横店影业等 | 0.67 |

资料来源：猫眼数据，东莞证券研究所

同时，多部进口大作有望陆续上映。据万达传媒发布的信息来看，2020 年国内有望引进多部进口大作，包括《王牌特工》、《007》、《速度与激情》等多个超级 IP。在春节档以及多部进口优质影片的加持下，观众的观影需求有望进一步释放，票房号召可期。

表 12：2020 年有望引进影片

| 时间 | 影片 | 北美上映时间 |
|----|-----------|------------|
| Q1 | 绝地战警：极速追击 | 2020/1/17 |
| | 王牌特工：源起 | 2020/2/12 |
| | 哥斯拉大战金刚 | 2020/3/13 |
| | 花木兰 | 2020/3/27 |
| Q2 | 007：无暇赴死 | 2020/4/8 |
| | 黑寡妇 | 2020/5/1 |
| | 速度与激情 9 | 2020/5/22 |
| | 神奇女侠 2 | 2020/6/5 |
| | 壮志凌云：独行侠 | 2020/6/26 |
| Q3 | 小黄人：格鲁的崛起 | 2020/7/3 |
| | 丛林奇航 | 2020/7/24 |
| | 许愿神龙 | 待定 |
| Q4 | 永恒族 | 2020/11/6 |
| | 沙丘 | 2020/12/18 |

资料来源：万达传媒，东莞证券研究所

5. 投资策略

随着智能手机渗透率的提升、移动网络提速降费的驱动，4G 时代催生了包括移动游戏、短视频、移动支付等多个娱乐及生活类热门应用。以史为鉴，国内 5G 建设进程不断提速，有望进一步加快引领下游应用的变革。展望 2020 年，建议投资者积极关注景气度较高的游戏子板块，看好 5G 落地应用主线之一的云游戏；同时，可关注出版、营销、电影等子板块，择优细分龙头布局。

建议关注标的：

- (1) 互联网游戏：内容研发商关注三七互娱（002555）、完美世界（002624）、游族网络（002174）等；云游戏技术提供商如顺网科技（300113）等。
- (2) 出版发行：少儿图书出版关注中信出版（300788）等；同时，可关注中南传媒（601098）等高分红、高股息率个股。
- (3) 营销：关注景气度相对较高的生活圈媒体，如分众传媒（002027）。
- (4) 电影：关注优质项目在手的相关方，如光线传媒（300251）、中国电影（600977）等。

表 13：重点公司盈利预测及投资评级（截至 2019/11/29）

| 代码 | 名称 | 股价 (元) | EPS (元) | | | PE (倍) | | | 评级 | 评级变动 |
|--------|------|-----------|---------|-------|-------|--------|-------|-------|------|------|
| | | | 2018A | 2019E | 2020E | 2018A | 2019E | 2020E | | |
| 002555 | 三七互娱 | 21.69 | 0.47 | 0.94 | 1.11 | 45.70 | 23.07 | 19.54 | 谨慎推荐 | 维持 |
| 002624 | 完美世界 | 34.50 | 1.30 | 1.63 | 1.84 | 26.59 | 21.17 | 18.75 | 谨慎推荐 | 维持 |
| 002174 | 游族网络 | 15.63 | 1.14 | 1.28 | 1.45 | 13.76 | 12.21 | 10.78 | 谨慎推荐 | 首次 |
| 300113 | 顺网科技 | 21.52 | 0.46 | 0.67 | 0.74 | 46.45 | 32.12 | 29.08 | 谨慎推荐 | 首次 |
| 300788 | 中信出版 | 45.80 | 1.45 | 1.32 | 1.58 | 31.60 | 34.70 | 28.99 | 谨慎推荐 | 首次 |
| 601098 | 中南传媒 | 11.58 | 0.69 | 0.73 | 0.80 | 16.80 | 15.86 | 14.48 | 谨慎推荐 | 首次 |
| 002027 | 分众传媒 | 5.60 | 0.40 | 0.13 | 0.22 | 14.12 | 43.08 | 25.45 | 谨慎推荐 | 维持 |
| 300251 | 光线传媒 | 9.95 | 0.47 | 0.39 | 0.38 | 21.26 | 25.51 | 26.18 | 谨慎推荐 | 维持 |
| 600977 | 中国电影 | 14.11 | 0.80 | 0.76 | 0.80 | 17.62 | 18.57 | 17.64 | 谨慎推荐 | 维持 |

资料来源: wind, 东莞证券研究所

6. 风险提示

宏观经济下行；行业监管趋严；技术推进不及预期；作品口碑不及预期；纸价上行等。

东莞证券研究报告评级体系：

| 公司投资评级 | |
|--------|--------------------------------------|
| 推荐 | 预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15% 以上 |
| 谨慎推荐 | 预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15% 之间 |
| 中性 | 预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5% 之间 |
| 回避 | 预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5% 以上 |
| 行业投资评级 | |
| 推荐 | 预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10% 以上 |
| 谨慎推荐 | 预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10% 之间 |
| 中性 | 预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5% 之间 |
| 回避 | 预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5% 以上 |
| 风险等级评级 | |
| 低风险 | 宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告 |
| 中低风险 | 债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告 |
| 中风险 | 可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告 |
| 中高风险 | 科创板股票、新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告 |
| 高风险 | 期货、期权等衍生品方面的研究报告 |

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22119430

传真：（0769）22119430

网址：www.dgzq.com.cn