

行业评级:

传媒 增持 (维持)

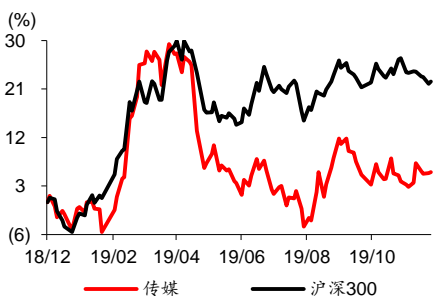
许娟 执业证书编号: S0570513070010
研究员 0755-82492321
xujuan8971@htsc.com

周钊 执业证书编号: S0570517070006
研究员 010-56793958
zhouzhao@htsc.com

相关研究

- 1 《传媒: 短视频领域的国家队-央视频研究》
2019.12
- 2 《传媒: 春风已至, 静候花开》2019.11
- 3 《传媒: 谷歌云游戏平台 Stadia 研究》
2019.11

一年内行业走势图



资料来源: Wind

三大运营商云游戏平台之比较

TMT 一周谈之传媒-20191208

本周观点: 板块行情有望持续, 围绕低估值龙头和应用场景布局

市场情绪好转, 板块整体估值处于相对低位, 5G 时代应用场景集中分布在传媒领域, 赋予行业再现高增长的可能性, 基于此, 我们认为上周板块行情有望持续。另外, 部分行业出现基本面好转迹象, 建议围绕低估值龙头和应用场景布局。围绕低估值龙头, 具体看: 1、游戏关注完美世界、三七互娱、掌趣科技、顺网科技; 2、电影及院线关注万达电影、中国电影、光线传媒、华谊兄弟、横店影视; 3、电视剧关注慈文传媒。围绕应用场景方向: 1、超高清视频关注数码科技; 2、VR 关注恒信东方、易尚展示等。

多方征战云游戏平台, 运营商抢占 5G 应用入口

目前, 云游戏的参与者主要包括云计算提供商、云游戏平台服务商、游戏厂商、网络供应商以及游戏终端供应商。从市场来看, 国内已入局云游戏平台竞争的公司主要分为三类: 新兴科技公司, 从无到有地直接切入云游戏业务, 业务自由度较大; 传统游戏厂商, 依托过往游戏资源将游戏入云并自建平台, 具有内容优势; 三大通信运营商, 作为网络供应商, 具有网络技术与流量优势, 同时云游戏也能推动客户使用运营商产品, 作为增值服务, 一方面增厚运营商收入, 一方面加强运营商的客户粘性。

三大运营商云游戏平台上线, 基本功能均已实现

目前, 三大运营商云游戏平台均已上线, 移动为咪咕快游, 电信为天翼云游戏, 联通上线小沃畅游, 三大平台均实现了即点即玩的效果; 在操作上, 除正常的移动端触屏和主机手柄外, 在移动端玩主机游戏时可通过手机虚拟按键进行游戏交互, 而 PC 端游玩手游则主要通过鼠标进行交互; 收费方面, 主要是订阅制+时长收费, 三家订阅费用均为 29.9/月, 移动咪咕和电信收费均为 5 元/小时, 联通为 10 元/5 小时加油包, 其中联通时长需订阅后方可购买。

目前较为同质化, 暂定位于运营商增值服务

三大运营商云游戏平台目前整体较为同质化, 在体验、游戏操作和付费方面差别较小, 主要差别仍然体现在内容上, 其中移动端主流游戏基本已经上线, 差异化主要体现在 3A 作品上。从平台来看, 移动咪咕较为领先, 游戏库建设及用户吸引均强于另外两家, 而电信联通也做好了平台工作, 目前处于吸引用户及填充内容的阶段。目前各家仍在紧密招商, 游戏库仍在不断填充中, 我们认为围绕内容的竞争将会有利于游戏研发商。同时, 三家运营商均已将云游戏会员权益与自身 5G 业务进行捆绑, 云游戏平台权益可被看做运营商提供的 5G 套餐增值服务, 意在吸引潜在的 5G 用户。

风险提示: 政策监管进一步加严、新游未按计划上线。

重点推荐

公司名称	公司代码	评级	12月06日 收盘价(元)	目标价区间 (元)	EPS(元)				P/E(倍)			
					2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E
凤凰传媒	601928.SH	买入	7.33	9.15-10.37	0.52	0.61	0.67	0.75	14.10	12.02	10.94	9.77
中国电影	600977.SH	买入	14.85	15.53-16.18	0.80	0.65	0.71	0.75	18.56	22.85	20.92	19.80
光线传媒	300251.SZ	买入	10.27	10.50-10.92	0.47	0.42	0.33	0.40	21.85	24.45	31.12	25.68

资料来源: 华泰证券研究所

周观点

12月02日至12月06日，传媒（中信）指数上涨3.83%，日均成交额环比上涨5.38%。上证综指周涨幅1.39%，深证成指周涨幅3.09%，创业板指周涨幅3.72%。传媒板块指数相对创业板跑赢0.11pct。

上周传媒板块个股方面涨幅前五的分别为当代东方(17.75%)、唐德影视(15.31%)、横店影视(12.21%)、思美传媒(11.86%)、掌趣科技(11.05%)；跌幅前五的分别为暴风集团(-5.09%)、联络互动(-4.23%)、莱茵体育(-2.75%)、科达股份(-2.30%)、中南传媒(-2.25%)。

市场情绪好转，我们依然看好后续板块行情。传媒作为5G时代应用集中分布的领域，投资逻辑较为顺畅，我们认为较早落地的应用场景包括云游戏、超高清视频和VR/AR视频，近期云游戏相关标的的走势较好，后续或将轮动到其他应用方向。

另外，板块Q3业绩较中报有明显好转，估值位于历史相对低位，具有较高的配置价值。具体看：

- 1、云游戏作为5G最先落地的应用场景，正在快速发展，继谷歌Stadia云游戏平台11月19日上线后，11月29日网易云游戏BETA平台上线，各大厂商动作频频，预计将有持续的消息催化，建议积极关注游戏板块投资机会，标的关注龙头公司完美世界、三七互娱，关注掌趣科技、顺网科技等；
- 2、电影及院线方面，据猫眼专业版，10月票房同比增长约122%，11月票房同比略下滑，根据12月将上映电影，我们认为有望实现同比高增长；且2020年春节档在1月，较往年更早，春节档有望带动板块投资情绪。板块经过长期调整，估值处于相对底部，建议关注龙头万达电影（全产业链龙头，主投主控电影《误杀》将于12月13日上映、主投主控《唐人街探案3》将于春节档上映，有望成为头部电影）、中国电影（全产业链龙头，春节档参投《唐人街探案3》、《中国女排》）、光线传媒（春季档《姜子牙》），关注华谊兄弟（冯小刚《只有芸知道》将上映，关注《八佰》定档情况）、横店影视（三四线院线布局，受益春节档，横店影业保底发行春节档《囡妈》）等；
- 3、电视剧行业，近期古装剧《鹤唳华亭》、《庆余年》上线，显示政策监管有所放松，有望带动行业积压存货销售，关注慈文传媒等；

分应用场景来看：

- 1、超高清视频。在世界5G大会上，中国广电董事长赵景春表示超高清视频将是广电5G时代的主要发展方向，我们认为围绕超高清视频的硬件和软件环境已较为成熟，预计明年将有较多进展。标的关注数码科技等；
- 2、VR/AR，将是5G时代的主要应用之一，空间较为广阔。12月19日华为VR Glass正式发售，硬件的普及也将为行业的发展提供基础。关注恒信东方、易尚展示等。

周专题：三大运营商云游戏平台之比较

5G 到来推动了新业态的产生，云游戏作为直接受益 5G、覆盖面较广、与消费者距离较近的应用场景，获得了来自各方的广泛关注。

从产业链来看，云游戏的参与者主要包括云计算提供商、云游戏平台服务商、游戏厂商、网络供应商以及游戏终端供应商。

平台作为消费者接入游戏的直接入口，具有流量优势和渠道优势；当前云游戏行业的竞争也主要集中在平台服务方面。现在国内已入局云游戏平台竞争的公司主要可分为三类：

- 1、新兴科技公司，从无到有地直接切入云游戏业务，业务自由度较大；
- 2、传统游戏厂商，依托过往游戏资源将游戏入云并自建平台，具有内容优势；
- 3、三大通信运营商，作为网络供应商，具有网络技术与流量优势，同时云游戏也能推动客户使用运营商产品，作为增值服务，一方面增厚运营商收入，一方面加强运营商的客户粘性。

手机终端厂商如 vivo、oppo 等，也均于 19 年分别推出了自带云游戏应用功能的手机产品，牢牢把握游戏分发渠道，但平台入口暂时限定于品牌内的特定机型，暂不具有跨终端的平台竞争力，更多信息还待披露。

具体地，新兴科技公司中，格来云游戏是典型代表。作为早期云游戏平台之一，据其公司动视云科技统计，至 2019 年 11 月，累计注册用户已超 2,700 万，19 年新增用户超过 700 万，增长率约 35%。传统游戏大厂中，仅有网易推出了其云游戏平台测试版本，腾讯 START 平台、游族与华为云合作的鲲鹏云游戏等，均处于研发与测试期。三大通信运营商已基本上线成型版本，也已依靠其网络通信资源与部分游戏厂商达成了初步的战略合作。由于云游戏的推广和拓展有利于 5G 套餐的发行，各运营商均有较强的推广动机，目前三大运营商均已推出自身云游戏平台的初步版本。本专题主要针对三大运营商的云游戏平台进行阐述。

图表1：当前国内云游戏平台主要类型



资料来源：华泰证券研究所

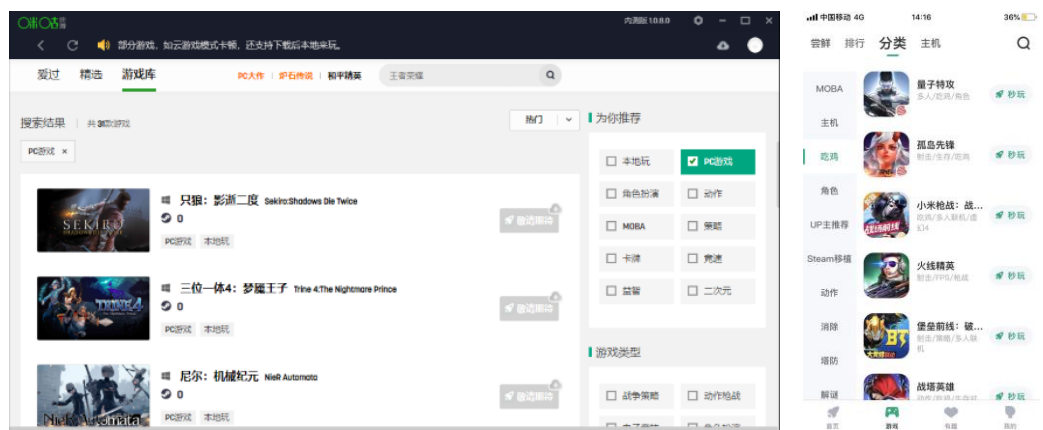
中国移动咪咕快游：多终端接入，游戏内容较丰富

目前，咪咕快游主要支持三种接入方式，包括移动端、PC 端和 TV 端。移动端包括安卓与 iOS；PC 端可通过网页连接体验，但上手游戏需在客户端上实现；TV 端玩游戏还需连接外置手柄，或通过手机作为虚拟手柄进行游戏。

在游戏内容、玩法体验以及付费模式上，咪咕快游主要呈现以下特点：

移动端与 PC 端均以手游为主，但游戏内容仍存在差异。截至 12 月 6 日，移动端已有包括《刺客信条：大革命》、《生化危机：启示录 2》、《看门狗》系列等 78 款重度和中度主机游戏，同时手游细分门类超过 100 个，每一门类下有 10 款以上游戏（存在重复归类情况），以 MMORPG 为例，19 年的大厂新游《龙族幻想》、《完美世界》、《神雕侠侣 2》，以及经典热门 MMO《梦幻西游》等均在列表中；PC 客户端游戏数量相对较少，当前仅有 100 款，且尚未上线主机游戏，31 款 PC 大作仍处于待上架状态。官方表示，未来游戏数量还将不断增加。

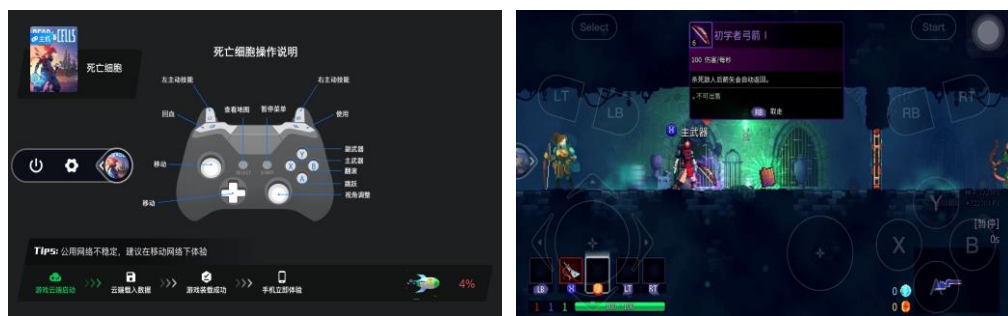
图表2：咪咕快游 PC 客户端（左）与 APP 端（右）界面



资料来源：咪咕快游、华泰证券研究所

可实现三种游戏模式，部分类型游戏体验基本流畅。目前咪咕快游主要可实现三种游戏模式：手机玩手游，PC 玩手游，手机玩主机游戏。在手机玩手游模式下，咪咕快游主要解决了游戏内存问题，达到了即点即玩的效果；PC 玩手游模式下，主要是在前者基础上搭建了手机模拟器，以鼠标代替手指模拟手游玩法；手机玩主机游戏，则是于手机屏幕上呈现虚拟的手柄按键，打破了实体手柄设备的限制；在游戏过程中，同时还伴有按键教学。

图表3：iOS 端试玩主机版《死亡细胞》效果



资料来源：咪咕快游 APP、华泰证券研究所

效果上，在目前稳定的 4G 网络下，单机游戏或包体较小的游戏基本可流畅游玩，如 Roguelike、AVG、卡牌类游戏等；但包体较大的联机游戏、3A 大作还存在比较明显的卡顿，如 MOBA、PUBG、ARPG 游戏等。预计在未来 5G 网络服务下，游戏流畅性和画面清晰度还将上一个台阶。

按照游戏时长进行收费，包括会员制与单体时长包付费两种方式。在咪咕快游 APP 中体验所有游戏均需要消耗游戏时长，APP 端每日赠送 120 分钟免费游戏时间。时长耗尽后，可通过开通会员或单独购买时长包增加游戏时间。会员每月 29.9 元，年卡为 289 元，每月包含 20 小时游戏时长，若以年卡计则每小时收费约 1.3 元。同时，会员的权益还包括减少进入游戏的排队时间、可进行游戏的跨终端云存档、专享部分游戏等，且专享游戏为纯净版（即不含内购）。单体时长包则按照 5 元/小时的标准收费。同时，据中国移动官网显示，购买移动 5G 套餐可直接享受咪咕快游会员服务。

除直接的游戏游玩服务，咪咕快游还提供游戏资讯和社区服务，以增强平台与用户的互动性。

整体上，咪咕快游的游戏体验基本达标，接入渠道多，稳定性与便捷性较好。值得一提的是，从咪咕快游 APP 内统计数据可以发现，即便云游戏平台可以实现通过移动端玩主机游戏，但最受玩家欢迎的仍然是当下的热门手游。截至 12 月 6 日，一周内热度排名前三的游戏分别是《王者荣耀》、《香肠派对》与《和平精英》，原游戏均为手游，在咪咕快游上分别有 36.6 万人、32.0 万人及 30.9 万人曾进行游戏。

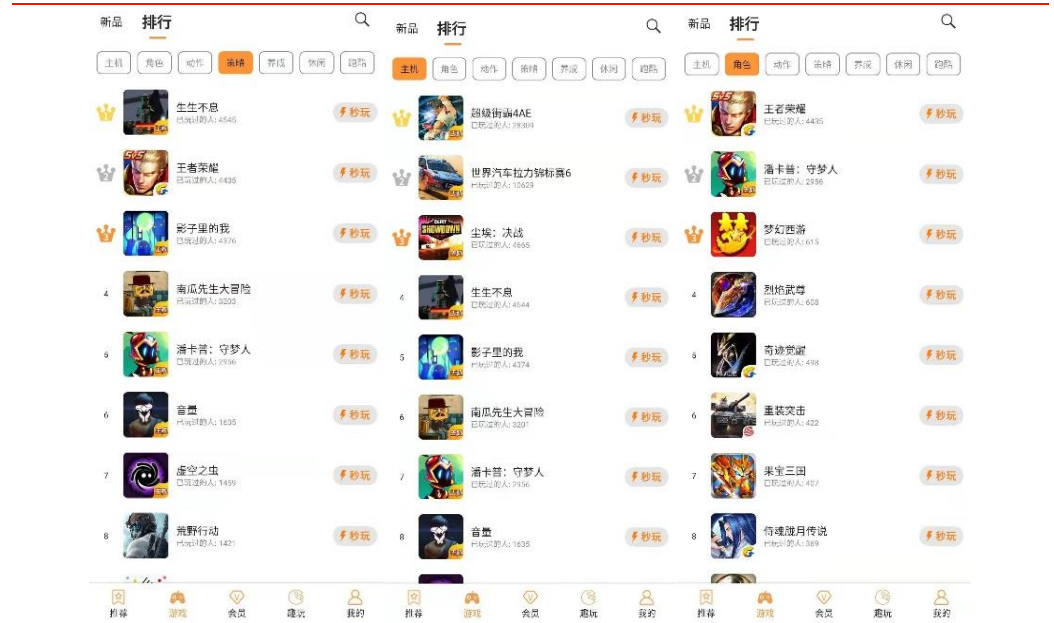
中国电信天翼云游戏：手机电视双终端接入，属于 5G 增值业务

天翼云游戏是中国电信在 5G 商用发布会上发布的一款应用，主要包括手机端和 TV 端两端接入，暂未推出 PC 端。

上线时间较短，应用推广及用户数量较少。天翼云游戏于 19 年 11 月初上线，目前手机方面只有安卓端，截至 12 月 6 日，小米应用商店显示天翼云游戏下载量约为 4000 左右，而中国电信同期发布的应用天翼超高清在小米应用商店的下载量约为 5000 万。

手游品类丰富，端游主机类游戏更受欢迎，不同终端游戏库有所不同。天翼云游戏目前上线多款手游、端游及主机游戏，手游方面，包含一些较知名的手游大作，如《王者荣耀》、《阴阳师》、《明日之后》等；端游方面，有知名游戏《极品飞车：宿敌》、小众精品游戏《GRIS》等；主机方面有《超级街霸 4AE》等。从热度来看，主机游戏热度高于手游，至 12 月 6 日排行第一的《超级街霸 4AE》游玩人数大约为《王者荣耀》的六倍，同日，知名手游《阴阳师》的游戏人数仅为 300 人。同时手游方面缺少部分明星手游产品，例如《明日方舟》、《完美世界手游》、《碧蓝航线》等。

图表4：天翼云游戏不同类型游戏游玩人数排行（12月6日）



资料来源：天翼云游戏 APP、华泰证券研究所

天翼云游戏电视端的游戏库与手机端略有不同，电视端有更多类似《八方旅人》、《火影忍者究极风暴》等大型游戏。

云游戏操作采用较为主流的虚拟按键模式。

图表5：天翼云游戏试玩效果



资料来源：天翼云游戏 APP、华泰证券研究所

会员制结合时长付费，电信 5G 用户有所优惠。目前，天翼云游戏收费方式主要为会员+游戏时长收费，会员价格为 29.9 元/月，包含一个更大的游戏库，以及 20 小时/月的游戏时间，目前，电信 5G 用户可自动获得该会员资格。而多的时间则需要另外付费，具体为 5 元/小时，电信用户买一赠一。从定位来看，电信天翼云游戏项目暂时属于电信 5G 的一项增值服务。

中国联通小沃畅游：可接入电视盒子，付费方式略不同，分成方式基于类型不同
中国联通小沃畅游是联通旗下小沃科技的一款云游戏应用，目前主要可以在联通的沃盒子 and 安卓端进行安装和使用，游戏方面，根据小沃畅游官网，目前已经接入部分 3A 主机游戏，及 300 余款安卓休闲游戏，可以在电视、手机等多端进行体验。

可接入电视盒子，手游数量丰富，主机游戏有待提升。电视端可通过沃豆盒子安装小沃畅游 APP，并在电视端进行游戏；游戏操作上，电视端需要安装手柄，手机端仍然是以虚拟按键为主，与电信、移动的产品类似；游戏库方面，截至 12 月 6 日，联通云游戏平台共有 8 部主机游戏《三位一体 2》、《三位一体 3》、《奥兹：地球冒险》、《恶棍英雄》、《南瓜先生大冒险》、《雷曼传奇》、《波斯王子 5》、《重卡狂飙》。缺少知名作品；手游方面则基本涵盖了热门作品，如《王者荣耀》、《和平精英》等。

付费方式不同于电信和移动，仅 VIP 会员可购买时长。联通云游戏 VIP 订阅价格与电信相同，均为 29.9 元/月并附带 20 小时游戏时间，年费会员 360 元并赠送游戏手柄。只有主机游戏消耗游戏时长，安卓休闲类游戏在成为 VIP 后即可不限时游玩。VIP 游戏时间使用完毕后，继续游戏则需要购买游戏时长，目前，联通仅推出一个游戏时长包，含 5 小时游戏时间，价格 10 元。不同于移动和电信，联通游戏时长包仅 VIP 可购买。

游戏分成主要将按类型进行。联通发布的游戏供应商招商公告显示，单款游戏将分为 A 类和 B 类，主机游戏及 PC 端游戏将作为 A 类游戏分成，而其他游戏则作为 B 类。而专区游戏供应商(合作方可提供的相同品质的主机/PC 游戏不少于 5 款或移动端游戏不少于 10 款可申请专区)则包括 ABC 三类，其中 C 类为移动端游戏，A、B 类为相同 IP 或题材游戏，具体如何区分未明确。同时专区游戏将有不同的分成模式，我们认为这种一事一议的方式更有利于供应商取得优惠条件。

图表6：小沃游戏招商公告

“小沃云游”游戏供应商招募公告

2019-11-07 09:41:32

标签:

小沃科技有限公司为中国联通在线旗下子公司，于2014年10月成立。致力于移动互联网新文娱领域，主要业务包括应用分发、计费融合、流量经营、游戏运营、知识店铺、线上广告等。“小沃云游”定位是一款多、快、好、省的云游戏产品，以云计算为基础向玩家提供在线游戏服务，实现在电视和手机上无缝切换运行顶级主机游戏。

现面向全国真诚招募“小沃云游”游戏供应商。

【供应商招募时效】：长期有效

【供应商招募类型】：主机游戏、PC游戏及手机游戏内容供应商

【供应商招募要求】：

一、单款游戏供应商

1、游戏准入条件：

游戏拥有软件著作权或进口游戏资质备案

游戏拥有出版版号，即ISBN

完整授权链

单款游戏通关时长超过5小时

单机产品无内购及广告等变现形式

游戏内容不违反中国的法律法规及相关政策

PC类游戏需支持沙盒模式或虚拟机模式

2、供应商资质要求：

营业执照副本扫描件

组织机构代码证扫描件

税务登记证扫描件

企业年检证明

以上资质或三证合一营业执照扫描件

3、合作模式：

游戏分成由单款游戏有效时长及基础套餐的会员服务时长决定。

有效游戏时长：所有会员当月进行游戏的总时长超过10分钟的记为有效游戏时长。总时长不超过10分钟的记为无效游戏时长，不参与分成。单个会员当月使用移动端游戏的有效时长不超过200小时。

活跃总时长：当月在平台记录的所有用户使用游戏的总时长。

游戏分级：游戏根据适用平台分为A、B两类。A类产品为Switch/XBOX/PS/PC等主机游戏；B类为除A类外的其他游戏。

二、系列游戏/专区游戏供应商

1、游戏准入条件：

同一个合作方提供的相同品质的主机/PC游戏不少于5款或移动端游戏不少于10款可申请专区。

所有游戏皆应具备知识产权、出版资质齐全。

承诺游戏内容符合国家政策法规。

支持沙盒模式或虚拟机模式。

2、供应商资质要求：

与单款游戏供应商要求相同。

3、合作模式

游戏分级：游戏可分为A/B/C三类。其中A、B两类为相同IP或相同题材的游戏，C类为移动端（安卓、iOS、H5等）普通游戏。

所有游戏根据游戏质量来制定专区会员套餐资费。

系列/专区游戏分账享受单独的分成比例，不按时长占比计算分成比例。

上述单款游戏及专区系列游戏所涉及的合作模式皆为试商用模式，试商用模式至2020年6月30日截止，试商用模式的截止不影响合作时效未到期的游戏。其中，专区游戏的运营及套餐皆有小沃确定，套餐实收收入定义合同相关条款为准。

资料来源：小沃开发者社区、华泰证券研究所

云游戏平台较为同质化，移动咪咕较为领先，属于运营商增值服务

从平台来看，三家平台主要内容大同小异，移动咪咕平台目前较为领先，游戏库建设及用户吸引均强于另外两家，而电信联通也做好了平台工作，目前处于吸引用户及填充内容的阶段。从平台本身来看，三家平台较为同质化，在付费方式及交互上，三家平台均使用了相同的策略；体验上，三家平台均能实现即点即玩的云游戏基础体验。主要差别仍然体现在内容上，移动端主流游戏基本已经上线，差异化主要体现在 3A 作品上，目前各家仍在紧密招商，游戏库仍在不断填充中，我们认为围绕内容的竞争将会有利于游戏研发商。

目前三大运营商旗下的云游戏平台主要仍然是移动端游戏，主机游戏数量仍然偏少，尤其缺乏高质量主机游戏。我们参考运营商对 IPTV 的推广情况，运营商通常将 IPTV 服务与宽带服务捆绑，从而推广 IPTV 服务，我们认为运营商云游戏平台服务也将以类似的形式出现。目前，三家平台均将云游戏作为增值服务与 5G 套餐进行了绑定，移动 5G 会员可获得咪咕会员，联通 5G 可获得 5G 视频内容包，包含 5G 游戏服务，电信 5G 用户也可获得天翼云游戏会员权益。从而充分利用自身作为网络运营商的成本优势对下游进行拓展，同时也能利用云游戏的体验吸引潜在的 5G 用户，提高 5G 渗透率。

重点公司概况

图表7: 重点公司一览表

公司名称	公司代码	评级	12月06日 收盘价(元)	目标价区间 (元)	EPS(元)				P/E(倍)			
					2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E
光线传媒	300251.SZ	买入	10.27	10.50~10.92	0.47	0.42	0.33	0.40	21.85	24.45	31.12	25.68
中国电影	600977.SH	买入	14.85	15.53~16.18	0.80	0.65	0.71	0.75	18.56	22.85	20.92	19.80
凤凰传媒	601928.SH	买入	7.33	9.15~10.37	0.52	0.61	0.67	0.75	14.10	12.02	10.94	9.77

资料来源: 华泰证券研究所

图表8: 重点公司最新观点

公司名称	最新观点
中国电影 (600977.SH)	公司 Q3 归母净利润 1.92 亿, 同减 69.53%, 符合市场预期, 维持买入评级 公司 10 月 29 日发布 19 年三季报, Q3 营收 18.85 亿元, 同减 18.13%; 归母净利润 1.92 亿元, 同减 69.53%, 下滑主要因为去年同期公司完成对中影巴可的股权增持, 产生 4.54 亿的投资收益; 扣非后归母净利润 1.97 亿元, 同增 23.75%, 业绩符合预期。19 年前三季度营收 67.27 亿, 同减-2.82%; 归母净利润 8.74 亿, 同减 32.67%; 扣非后归母净利 7.83 亿, 同增 2.36%。考虑到 Q4 定档电影较我们预期少, 我们下调公司 19~21 年净利至 12.08/13.35/14.03 亿元, EPS 为 0.65/0.71/0.75 元, 考虑可比公司估值、公司龙头地位, 给予 19 年 PE 24X-25X 估值, 调整目标价为 15.53-16.18 元, 维持买入评级。 点击下载全文: 中国电影(600977 SH,买入): 业绩符合预期, 长线经营稳健
光线传媒 (300251.SZ)	Q3 归母净利 10.04 亿元, 同增 463%, 符合市场预期, 维持买入评级 公司 10 月 24 日发布 19 年三季报, Q3 营收 12.90 亿元, 同增 128.65%; 归母净利润 10.04 亿元, 同增 463.33%; 扣非后归母净利润 10.05 亿元, 同增 495.64%; 业绩位于业绩预告偏上限区间, 符合市场预期; 公司 19 年前三季度营收 24.61 亿元, 同增 91.47%; 扣非后归母净利润 10.73 亿元, 同增 171.97%。结合 3 季报和 Q4 新定档电影, 上调 19-21 年净利润预测至 12.42/9.74/11.83 亿元, EPS 0.42/0.33/0.40 元, 参考可比公司 19 年 PE 估值 18.5X, 考虑公司龙头地位、动漫电影竞争优势, 给予一定估值溢价 25X-26X, 调整目标价至 10.5-10.92 元, 维持买入评级。 点击下载全文: 光线传媒(300251 SZ,买入): 业绩符合预期, 动漫电影有望持续发力
凤凰传媒 (601928.SH)	上半年归母净利同增 14%, 符合预期, 维持买入评级 公司 8 月 28 日发布 2019 年中报, 上半年营收 61.87 亿元, 归母净利润为 8.87 亿元, 扣非后净利润为 8.18 亿元, 分别同增 15.08%/14.10%/34.73%, 业绩符合我们的预期。毛利率提升 1.2pct 至 38.8%。公司内部业务调整逐步到位, 主业增长提速, 进入长期增长周期。我们维持盈利预测, 预计 19-21 年归母净利为 15.42/17.15/19.06 亿元, EPS 为 0.61/0.67/0.75 元, 参考可比公司 19 年 15.8X PE, 给予 PE 15-17X, 目标价 9.15-10.37 元, 维持买入评级。 点击下载全文: 凤凰传媒(601928 SH,买入): 主业增长提速, 进入长期增长周期

资料来源: 华泰证券研究所

图表9: 建议关注公司一览表

公司名称	公司代码	12月06日 收盘价(元)	朝阳永续一致预期 EPS(元)				P/E(倍)			
			2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E
完美世界	002624.SZ	37.77	1.32	1.62	1.88	2.14	28.61	23.31	20.09	17.65
分众传媒	002027.SZ	5.64	0.40	0.13	0.22	0.29	14.10	43.38	25.64	19.45
华谊兄弟	300027.SZ	4.48	-0.39	0.21	0.28	0.30	-11.49	21.33	16.00	14.93
广电网络	600831.SH	8.47	0.15	0.27	0.29	0.29	56.47	31.37	29.21	29.21
华数传媒	000156.SZ	8.42	0.45	0.51	0.55	0.58	18.71	16.51	15.31	14.52
贵广网络	600996.SH	7.78	0.30	0.25	0.30	0.35	25.93	31.12	25.93	22.23
三七互娱	002555.SZ	24.05	0.48	0.99	1.15	1.32	50.10	24.29	20.91	18.22
掌趣科技	300315.SZ	6.03	-1.14	0.17	0.32	0.40	-5.29	35.47	18.84	15.08
横店影视	603103.SH	17.00	0.51	0.49	0.62	0.71	33.33	34.69	27.42	23.94

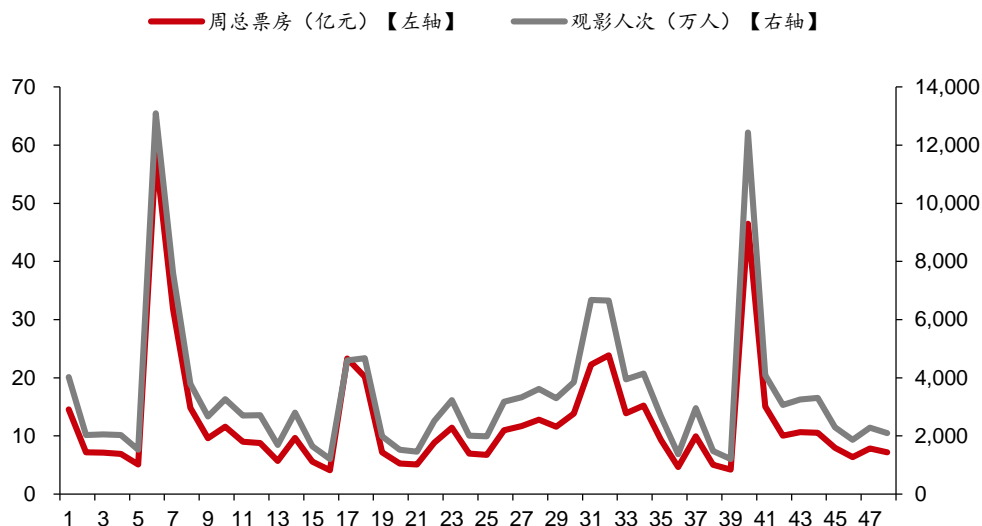
资料来源: 朝阳永续、华泰证券研究所

行业动态

电影市场动态

电影市场表现(11月25日-12月1日):根据艺恩数据的统计,11月25日-12月01日,周全国票房报7.17亿元,环比下降8.8%;观影人次0.21亿,环比下降8.2%;平均票价34.24元,环比下降0.22元;场均人次为8人。

图表10: 2019年第48周电影票房变化趋势



资料来源: 艺恩咨询、华泰证券研究所

图表11: 电影票房排行(11月25日-12月01日)

影片名称	周票房 (万元)	累计票房 (万元)	平均票价 (元)	场均 人次	上映天数 (天)
冰雪奇缘2	26,258	63,734	35	10	10
两只老虎	13,816	13,818	34	13	3
利刃出鞘	9,516	9,522	33	18	3
一生有你2019	3,570	3,571	32	8	3
大约在冬季	3,210	21,812	35	5	17
我和我的祖国	2,375	298,394	38	101	63
决战中途岛	2,231	28,549	32	6	24
海上钢琴师	1,875	13,879	34	5	17
少年的你	1,193	154,313	36	4	38
冰峰暴	1,066	1,071	36	3	3

资料来源: 艺恩咨询、华泰证券研究所

电影后市观澜：由青春未来、中国电影、聚合影联、上海新文化等出品的《天·火》将于12月12日上映；将有多部影片集中于12月13日上映，包括由京西文化、合众睿客等出品的《被光抓走的人》，由恒业影业、万达影视、中国电影、幸福蓝海、北京光线、上海淘票票等出品的《误杀》，由英国嘉年华电影出品的《唐顿庄园》等。

图表12：待上映电影一览

首映日期	片名	出品方	发行方
2019/12/12	天·火	青春未来、中国电影、聚合影联、上海新文化	中国电影、聚合影联
2019/12/13	被光抓走的人	京西文化、合众睿客	京西文化
2019/12/13	误杀	恒业影业、万达影视、中国电影、幸福蓝海、光线影业、上海淘票票	中国电影、五洲电影、光线影业
2019/12/13	唐顿庄园	英国嘉年华电影	中国电影、华夏电影

资料来源：猫眼、华泰证券研究所

院线票房表现(11月25日-12月01日)：万达院线单周票房1.03亿元，环比下降3.64%，市占率15.6%，排名第一；广东大地单周票房0.58亿元，环比下降7.39%，市占率8.9%，位居第二。

图表13：一周院线票房排行(11月25日-12月01日)

院线	票房(亿元)	环比变化	市场份额	人次(万人)	场次(万场)	平均票价(元)
北京万达	1.03	-3.64%	15.6%	298.9	21	34.3
广东大地	0.58	-7.39%	8.9%	191.0	23	30.5
上海联合	0.58	-9.62%	8.8%	171.0	12	33.7
中影数字	0.45	-10.76%	6.8%	147.6	18	30.4
中影南方新干线	0.40	-12.38%	6.1%	131.2	16	30.5
中影星美	0.33	-9.20%	5.0%	104.6	10	31.4
金逸珠江	0.29	-12.53%	4.4%	92.3	10	31.5
浙江横店	0.26	-7.71%	4.0%	91.0	12	28.6
江苏幸福蓝海	0.25	-9.54%	3.8%	79.7	8	31.7
华夏联合	0.22	-16.35%	3.3%	70.4	8	30.6

资料来源：中国电影发行放映协会、华泰证券研究所

一周行业资讯

图表14：行业新闻概览

新闻日期	来源	新闻内容
2019年12月02日	红星新闻	在2019成都国际数字版权交易博览会上，中宣部版权管理局局长于慈珂代表国家版权局宣布同意在咪咕文化科技有限公司设立“网络版权保护研究基地”。
2019年12月02日	36氪	小米日本官方推特宣布，将于12月9日进入日本市场，并举行首场发布会。
2019年12月03日	36氪	金山软件发布公告称，公司与小米集团订立一份框架协议。金山软件将向小米集团提供云服务、推广服务、邮箱定制开发服务及广告代理服务和硬件产品；小米集团则向金山软件提供软件开发服务、餐厅服务以及其他配套服务。双方将共同经营由本集团提供的游戏，期限为截至2022年12月31日的三个年度。
2019年12月03日	腾讯科技	在首届全球供应链数字经济峰会暨2019中国物流与供应链产业区块链应用年会上，腾讯金融云总经理胡利明表示，“区块链技术能够帮助供应链金融行业构建信任基石，促进供应链中的商流、信息流、资金流和物流的高效流动。”他表示，目前，腾讯云区块链构建了全方位的供应链金融产品能力，在行业已经有过大量的落地案例。
2019年12月03日	人民邮电报	中国移动研究院联合产业界共同发布了面向6G的《2030+愿景与需求报告》。按照移动通信产业“使用一代、建设一代、研发一代”的发展节奏，业界预期6G将于2030年左右实现商用。目前，包括我国在内的多个国家已经启动了面向6G的研究。
2019年12月03日	新浪科技	谷歌3日公布了2019年度“Google Play最佳作品”，包括最佳应用程序、最佳游戏、最佳电影和最佳电子书等。其中，2019年最佳应用程序(App)为：Ablo，这是一款国际社交应用，允许用户“在全世界结交新朋友”。Ablo支持一键翻译聊天，通过Ablo，用户可以与拥有不同文化背景的各种真实的人建立关系。
2019年12月03日	36氪	原国家新闻出版广电总局官方显示，新一批国产游戏版号名单更新，有46个游戏获批，审批时间为12月3日。其中腾讯的《家的故事》，巨人网络的《仙侠世界手游》，中青宝的《改变》以及掌趣科技的《王者罗兰》等游戏获得版号。
2019年12月04日	腾讯科技	在首届MEET教育科技创新峰会期间，腾讯教育与英特尔签署战略合作协议。未来，双方将以“科技+教育”为核心理念，联合开发智能教育应用平台及教育学习电脑。同时，双方还将发挥各自优势，围绕智慧校园建设、人工智能实验室打造、产业互联网人才培养等教育领域进行合作。
2019年12月04日	36氪	国家税务总局印发支持和服务长江三角洲区域一体化发展措施，其中提到，推动实现智慧办税。鼓励和支持长三角区域税务机关探索运用5G、区块链、人工智能等技术，进一步优化税务执法方式，提供智能化、个性化的线上线下载纳税服务。推进智能办税服务厅建设，实现智能引导、智能填单、智能审核等智能办税服务。制定长三角区域“首违不罚”清单。
2019年12月04日	中证网	中国联通采购与招标网显示，中国联通5G规模组网建设及应用示范项目基站租赁进行单一来源采购，采购内容为租赁3.5GHz 5G基站，拟定单一来源采购供应商包括华为技术有限公司、中兴通讯股份有限公司、爱立信(中国)通信有限公司、诺基亚通信系统技术(北京)有限公司、大唐移动通信设备有限公司。
2019年12月04日	腾讯一线	在近日举行的2019中国电信5G VR+智慧治理研讨会上，中国电信发布了自主研发的天翼无人机使能平台。平台提供七大服务能力，包括多厂商、多机型的无人机接入服务，全可视化飞行控制服务，人脸声纹等多因子安全认证服务，大带宽低延时的5G实时通信服务，天翼云数据存储服务，卫星遥感和GIS地图服务，以及算法生产和建模等AI服务。
2019年12月05日	新京报	战胜虎牙、斗鱼、快手等直播平台，哔哩哔哩以8亿元价格拍得英雄联盟(LOL)全球总决赛中国地区三年(S10-S12)独家直播版权。这是国内电竞赛事首次以拍卖的形式进行独家版权交易。但不少圈内人士认为版权价格相对较高，5亿以内较为合理。而赛事用户打赏、转化情况不高，被猜测是几大直播平台并未出手的原因。英雄联盟全球总决赛是英雄联盟中一年一度最为盛大的比赛，也是所有比赛项目中最高含金量、最高竞技水平的比赛，一般在每年10月至11月开赛。
2019年12月05日	新浪科技	12月5日，快手召开ACG光合创作者大会，发布《快手二次元生态报告》。据悉，快手的泛二次元内容达到1000万条，获得了500亿次点赞、50亿次评论和20亿次分享，累计播放224亿次，此后将“快手原创动漫”与“国漫扶持计划”两大项目，拿出30亿流量扶持1万名二次元创作者。此外会上公布，截至11月底，快手游戏直播日活达到5100万，游戏短视频日活达到7700万，对比今年6月首次公布的数据，分别增加1600万和2100万。
2019年12月05日	钛媒体	近日据反映，音悦台官网及App出现数据异常，视频无法搜索和播放。除官方微博主账号外，音悦台的一些官方微博账号也已经被卖，韩国音悦台的微博账号也更名为“莆田运动鞋”。音悦台曾为国内排名第一的高清MV音乐网站，随着国内在线音视频平台逐渐向注重版权的成熟化过渡，大量MV随之下架。其后种种尝试均以失败告终，音悦台数月前已负债累累。
2019年12月05日	每日经济新闻	腾讯携手任天堂宣布将引进国行版Switch，并将于12月10日正式发售，售价2099元，首发三款游戏。Nintendo Switch在全球上线已经有两年，最新财报显示，目前全球销量已经超过4000万台。至于游戏内容，官方表示未来的努力方向是在2020年能够有10-20款高品质的游戏进入国行Nintendo Switch的游戏阵容。

资料来源：红星新闻、36氪、腾讯科技、人民邮电报、新浪科技、中证网、腾讯一线、新京报、钛媒体、每日经济新闻、华泰证券研究所

图表15: 公司动态

公司	公告日期	具体内容
万达电影	2019-12-04	关于召开2019年第一次临时股东大会的通知 链接: https://crm.htsc.com.cn/pdf_finchina/CNSESZ_STOCK\2019\2019-12\2019-12-04\5773966.pdf
	2019-12-04	第五届董事会第十一次会议决议公告 链接: https://crm.htsc.com.cn/pdf_finchina/CNSESZ_STOCK\2019\2019-12\2019-12-04\5773959.pdf
	2019-12-04	独立董事关于变更会计师事务所的事前认可意见 链接: https://crm.htsc.com.cn/pdf_finchina/CNSESZ_STOCK\2019\2019-12\2019-12-04\5773951.pdf
	2019-12-04	独立董事关于相关事项的独立意见 链接: https://crm.htsc.com.cn/pdf_finchina/CNSESZ_STOCK\2019\2019-12\2019-12-04\5773960.pdf
	2019-12-04	第五届监事会第十次会议决议公告 链接: https://crm.htsc.com.cn/pdf_finchina/CNSESZ_STOCK\2019\2019-12\2019-12-04\5773950.pdf
	2019-12-04	关于变更会计师事务所的公告 链接: https://crm.htsc.com.cn/pdf_finchina/CNSESZ_STOCK\2019\2019-12\2019-12-04\5773965.pdf
	2019-12-04	关于变更会计师事务所的公告 链接: https://crm.htsc.com.cn/pdf_finchina/CNSESZ_STOCK\2019\2019-12\2019-12-04\5773965.pdf

资料来源: 财汇资讯、华泰证券研究所

风险提示

1、政策监管进一步加严

游戏行业作为内容领域的重要组成部分,娱乐性较强,同时也存在意识形态属性,因而监管较严格,未来存在政策监管进一步趋严的风险。

2、新游未按计划上线

游戏上线事件受到项目开发进度、游戏版号审批和发放、发行商排期等各方面等影响,若新游戏未能按计划上线,影响整体内容供给端,可能对行业增长带来潜在的风险。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，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，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com