电影市场回暖 线上经济维持高景气

—2020 年传媒行业秋季投资策略

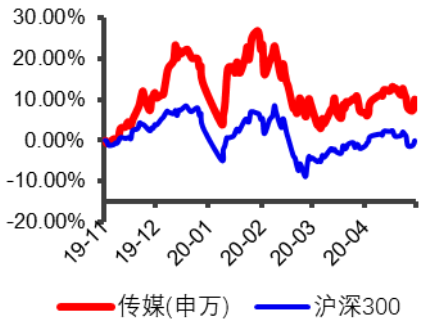
增持 ——维持

日期：2020 年 09 月 07 日

行业：传媒

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

近 6 个月行业指数与沪深 300 比较



报告编号： TWF20-QIT03

■ 主要观点

电影市场回暖，国庆档值得期待。

随着新冠疫情影响逐渐消退，二季度线上娱乐需求环比回落，但仍高于去年同期水平。在疫情影响完全消除前，预计线上娱乐将保持高景气度。线下娱乐下半年逐渐复工，截至 8 月末，文娱消费场所多数已经复工，线下影院复工率达 80%以上。电影市场回暖明显，多部重点影片定档的国庆档期值得期待。

国内游戏市场关注新游戏表现，手游出海持续高增。

后疫情时代，国内游戏市场收入端依旧维持高水平，多款新游戏近期密集上线有望带来可观增量。手游出海持续高增，持续分享流量红利。字节跳动入局改变游戏行业格局，美术品质升级提升国产游戏竞争力。

线上营销快速复苏，直播带货发展迅速。

互联网营销快速复苏，品牌商深化数字化营销模式。直播带货交易额实现快速增长，上市公司入局 MCN 有望分享行业成长红利。

■ 投资建议

未来十二个月内，维持传媒行业“增持”评级

关注万达电影、光线传媒、吉比特、宝通科技、值得买、元隆雅图

■ 风险提示

1.相关行业发展政策落实情况低于预期。2.疫情影响线下娱乐。3. 游戏行业市场竞争加剧。4.5G 网络推广进程低于预期。5.直播带货等新型营销模式景气下滑。

■ 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
			19A	20E	21E	19A	20E	21E		
万达电影	002739	19.48	-2.28	-0.58	0.87	n/a	n/a	22.39	3.30	谨慎增持
光线传媒	300251	17.49	0.32	0.11	0.32	54.15	163.44	54.66	5.81	谨慎增持
吉比特	603444	604.00	11.26	14.85	17.20	53.64	40.66	35.12	13.13	增持
宝通科技	300031	23.73	0.77	1.01	1.28	30.87	23.50	18.54	3.39	增持
值得买	300785	116.00	1.48	1.89	2.3	78.38	61.38	50.43	12.14	谨慎增持
元隆雅图	002878	21.76	0.52	0.70	0.98	41.85	31.09	22.20	6.71	谨慎增持

资料来源：上海证券研究所 股价数据为 2020 年 9 月 4 日收盘价

目 录

一、影视：电影市场回暖，国庆档值得期待.....4

1.1 新冠疫情影响逐渐消退，线下娱乐景气回升。.....4

1.2 7 月复工以来，电影市场持续回暖。.....5

1.3 疫情迫使小影院退出市场，行业集中度有望提升。.....6

1.4 电视剧精品化趋势延续，上半年收视率明显提升。.....7

二、游戏：国内市场维持高景气，手游出海高增长.....9

2.1 上半年国内游戏市场收入提速明显.....9

2.2 把握疫情时期流量红利，上市公司加速手游出海.....12

2.3 字节跳动加码布局游戏行业，或改变行业整体格局.....16

2.4.从美术寻突破，国产游戏画面有能力对标世界一流水平.17

2.5 半衰期 Alyx 开启 VR 游戏新世代，未来发展潜力巨大..18

三、营销：线上营销快速复苏，直播带货发展迅速.....20

3.1 线上营销市场实现快速复苏.....20

3.2 快速兴起的直播带货：变现能力强，兼具社会效应.....21

四、 行业表现及估值.....22

4.1 年初至今板块表现落后于沪深 300 指数。.....22

4.2 相对估值水平回归中位区间。.....22

五、 重点关注公司.....23

六、 风险提示.....24

图

图 1 泛娱乐典型细分行业用户规模渗透率（%） 4
图 2 2020 年 6 月中国移动互联网日均活跃用户（亿） 5
图 3 2019 年 9 月-2020 年 9 月国内月度票房（万元） 5
图 4 截止到 2020 年 8 月票房情况 6
图 5 2005-2018 年我国电影银幕数 7
图 6 2020 年上半年电视剧收视率 8
图 7 国内游戏市场实际销售收入（亿元） 9
图 8 国内移动游戏市场实际销售收入（亿元） 9
图 9 手游市场月活跃用户规模变动 10
图 10 手游市场近期月流水追踪 10
图 11 近期版号发放数量 12
图 12 中国自主研发手游海外市场收入（亿美元） 12
图 13 中国自主研发手游分地区收入占比 12
图 14 2016-2020Q2 全球手游市场收入 13
图 15 2016-2020Q2 全球手游下载量 13
图 16 2020Q2 美国移动游戏市场收入 14
图 17 2020Q2 美国手游市场收入 Top20 产品 14
图 18 2020Q2 日本移动游戏市场收入 14
图 19 2020Q2 中国手游在日本收入 Top20 产品 14
图 20 2020Q2 韩国移动游戏市场收入 15
图 21 2020Q2 中国手游在韩国收入 Top20 产品 15
图 22 2020Q2 东南亚移动游戏市场收入 15
图 23 2020Q2 东南亚手游收入 Top20 产品 15
图 24 朝夕光年宣布代理的游戏 16
图 25 移动互联网各巨头旗下 App 使用时长占比 17
图 26 手游用户与短视频用户重合度高 17
图 27 原神内测画面截图 18
图 28 黑神话悟空 PV 截图 18
图 29 Valve Index 被迅速售空 19
图 30 中国互联网广告市场规模（亿元） 20
图 31 品牌商加速营销方式数字化 21
图 32 电商直播带货交易额（亿元） 21
图 33 电商直播用户渗透率 21
图 34 2020 年初至今传媒板块表现落后于沪深 300 指数（%） 22
图 35 传播与文化产业历史市盈率(TTM，整体法) 23

表

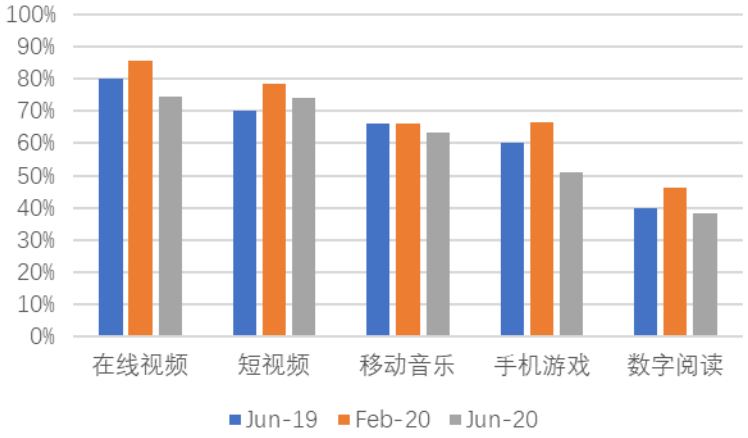
表 1 近期重点上映新片 6
表 2 全国国产电视剧发行许可证颁发情况 7
表 3 2020 年重点影视公司剧目 8
表 4 2020 年三大网络平台部分重点剧目 8

一、影视：电影市场回暖，国庆档值得期待

1.1 新冠疫情影响逐渐消退，线下娱乐景气回升。

上半年受疫情影响，娱乐需求向线上转移，消费者线上娱乐时长增加，在线视频、手机游戏、短视频等在线娱乐出现大幅增长，用户在总使用时长方面比 2019 年增长更为显著。随着新冠疫情影响逐渐消退，线上娱乐需求环比回落，用户娱乐时长在二季度环比有所下滑，但仍高于去年同期水平。在疫情影响完全消除前，预计线上娱乐将保持高景气度。线下娱乐下半年逐渐复工，截至 8 月末，文娱消费场所多数已经复工，线下影院复工率达 80%以上。电影市场回暖明显，多部重点影片定档的国庆值得期待。

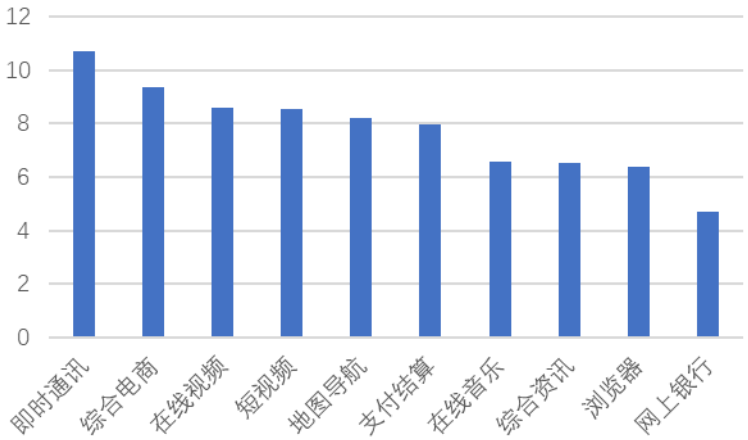
图 1 泛娱乐典型细分行业用户规模渗透率（%）



数据来源：QuestMobile 上海证券研究所

随着各地陆续复工和学生上网课，远程办公、在线教育、电子政务需求明显上升，用户习惯已被改变。娱乐方面，短视频继续抢占用户时间，时长份额接近 20%，仅次于即时通讯。抖音极速版、剪映等产品拉动头条系 7.1%的用户增长，快手及其极速版拉动快手系 41.5%的涨幅。阿里系在办公、支付、电商和出行领域增长明显，腾讯系则在社交、办公领域发力。

图 2 2020 年 6 月中国移动互联网日均活跃用户（亿）

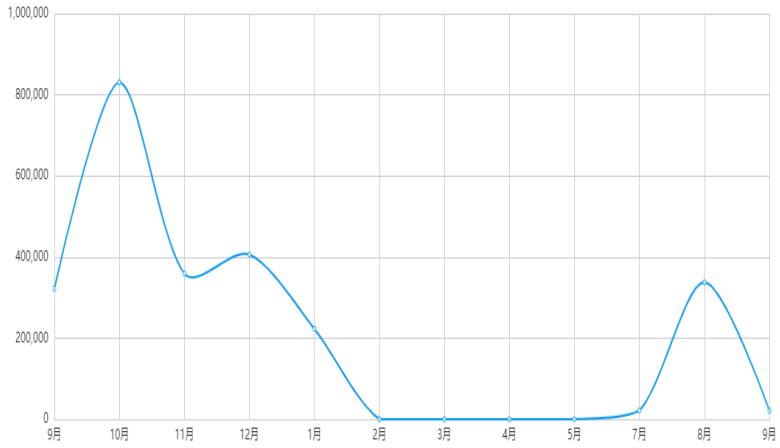


数据来源：QuestMobile 上海证券研究所

1.2 7 月复工以来，电影市场持续回暖。

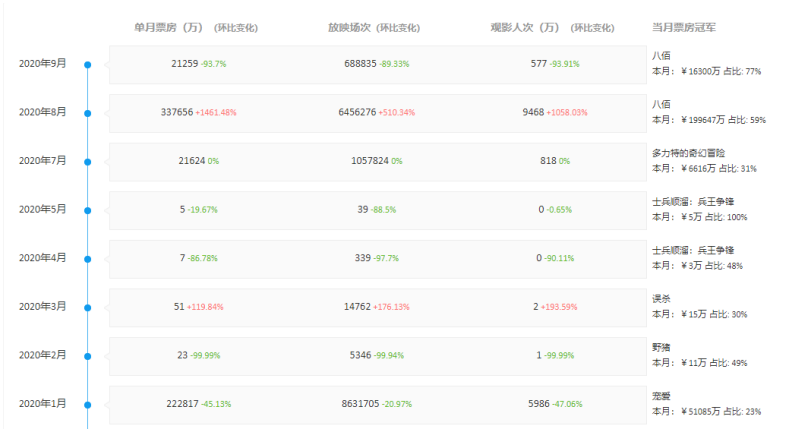
受疫情影响，自 1 月 24 日起院线电影陆续撤档，电影院暂停营业。7 月复工以来，电影市场在重磅大片带领下持续回暖。8 月实现票房 33.99 亿（含服务费），去年同期为 78.35 亿（含服务费），同比下滑 56.62%。其中《八佰》单片贡献 20 亿以上，占比 60%。9 月即将到来的中秋和国庆档期，已有多部重磅影片定档，预计四季度票房将持续回升。由于前三季度影院受疫情较大，预计全年院线业绩将明显承压，同时仍存在疫情反复导致影院关停风险。

图 3 2019 年 9 月-2020 年 9 月国内月度票房（万元）



数据来源：艺恩咨询 上海证券研究所

图 4 截止到 2020 年 8 月票房情况



数据来源：艺恩咨询 上海证券研究所

9 月和国庆档已有多部大片定档，其中好莱坞影片《信条》、《花木兰》分别定档 9.4 和 9.11。之前春节档取消上映的影片《夺冠》、《急先锋》、《姜子牙》等定档国庆，《我和我的家乡》也宣布定档国庆。有市场号召力的影片定档将有效拉动电影消费，使行业加速回暖。

表 1 近期重点上映新片

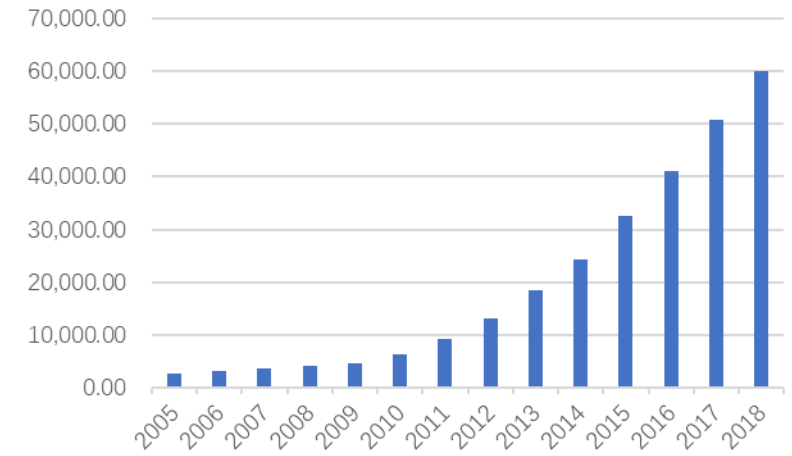
首映日期	片名	类型	相关上市公司
9 月 4 日	信条	科幻	中国电影
9 月 4 日	假面饭店	悬疑	中国电影
9 月 11 日	花木兰	剧情	迪士尼影业
9 月 30 日	夺冠	剧情	中国电影、文投控股
9 月 30 日	急先锋	动作	中国电影、腾讯影业
10 月 1 日	姜子牙	动画	光线传媒
10 月 1 日	我和我的家乡	喜剧	北京文化
10 月 1 日	海底小纵队：火焰之环	动画	万达电影

数据来源：灯塔数据 上海证券研究所

1.3 疫情迫使小影院退出市场，行业集中度有望提升。

根据猫眼数据，截至 9 月 4 日，今年万达院线实现票房 7.59 亿元，以 13.55%的占比排名第一，TOP3 院线票房占比 30.36%，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。同时 imax、杜比音效、中国巨幕等新型影厅数量提升明显。上半年疫情迫使大量小影院退出市场，而头部公司趁机扩张份额，预计影院行业集中度将进一步提升。

图 5 2005-2018 年我国电影银幕数



数据来源：WIND 资讯 上海证券研究所

1.4 电视剧精品化趋势延续，上半年收视率明显提升。

近五年电视剧产量呈现逐年下滑趋势。2019 年我国共有 254 部，10646 集电视剧被颁发发行许可证。上半年受疫情影响，我国仅有 84 部，3325 集电视剧获得许可证。在复工复产有序推进后，预计后续电视剧产量将有所回升。主题方面重点是中国共产党成立 100 周年等党和国家大事，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。

表 2 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
2019	254	10646
2020H	84	3325

数据来源：国家广播电影电视总局 上海证券研究所

受疫情影响，2020 年 1-3 月电视剧每日户均收视时长呈现明显上升趋势，3 月是上半年黄金时段电视剧户均收视时长最高点，4 月复工复产以后，4-6 月黄金时段电视剧每日户均收视时长有所回落，但较 1 月仍有不同程度涨幅。根据中国视听大数据（CVB）统计，上半年黄金时段共有 21 部电视剧单频道收视

率超过 1%，52 部电视剧单频道收视率超过 0.5%。电视剧/网络剧相对受益疫情影响，高品质观剧需求有望持续回暖。

图 6 2020 年上半年电视剧收视率

节目	收视率	收视份额	开始日期	结束日期	频道
收视率>2%					
安家	2.121%	7.112%	2/21	3/20	东方卫视
1%<收视率≤2%					
奋进的旋律	1.886%	6.278%	2/10	3/1	CCTV1
最美的乡村	1.668%	6.830%	6/6	6/20	CCTV1
一诺无悔	1.627%	6.276%	4/3	4/19	CCTV1
远方的山楂树	1.596%	6.187%	3/12	3/28	CCTV8
我哥我嫂	1.570%	6.362%	3/28	4/15	CCTV8
谷文昌	1.568%	5.472%	3/1	3/16	CCTV1
天涯热土	1.523%	6.071%	4/20	5/10	CCTV1
湾区儿女	1.420%	5.878%	6/21	6/30	CCTV1
一个都不能少	1.373%	5.056%	3/16	4/3	CCTV1
有你才有家	1.369%	5.800%	4/27	5/13	CCTV8
破局1950	1.366%	5.659%	1/1	1/16	CCTV8
花繁叶茂	1.327%	5.381%	5/11	6/5	CCTV1
绝境铸剑	1.274%	5.085%	1/3	1/22	CCTV1
绝代双骄	1.188%	4.089%	1/16	2/7	CCTV8
如果岁月可回头	1.186%	4.299%	3/20	4/13	东方卫视
完美关系	1.167%	4.175%	2/18	3/18	湖南卫视
下一站是幸福	1.138%	3.802%	1/26	2/18	湖南卫视
安家	1.095%	3.676%	2/21	3/20	北京卫视
猎狐	1.094%	4.268%	4/14	5/7	东方卫视
新世界	1.039%	3.414%	1/13	2/20	东方卫视

数据来源：中国视听大数据 上海证券研究所

表 3 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

表 4 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

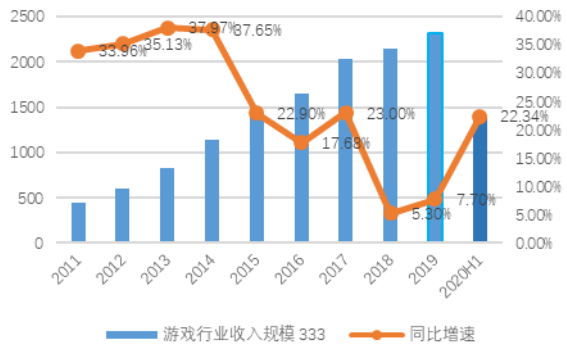
数据来源：各视频网站 上海证券研究所

二、游戏：国内市场维持高景气，手游出海高增长

2.1 上半年国内游戏市场收入提速明显

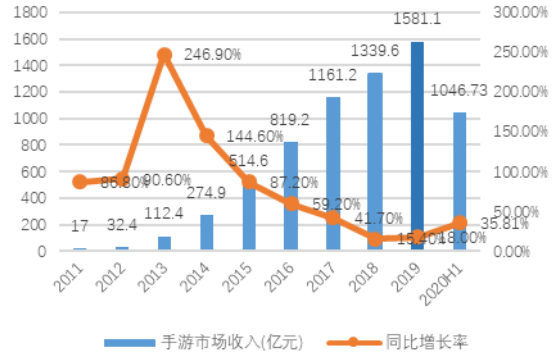
今年上半年，受益于新冠疫情爆发，国民居家抗疫带来的流量红利推动游戏行业收入规模实现快速增长，行业增速达到近三年最高水平。根据音数协游戏工委公布的数据，上半年国内游戏市场实现收入 1394.93 亿元，同比增长 22.34%，增速较去年同期增长 13.75 个百分点；国内手游市场实现收入 1046.73 亿元，同比增长 30.48%，增速提升 14.94 个百分点。手游市场依旧是拉动游戏市场增长的最主要动力，其收入占比已经提升到行业整体的 75%。

图 7 国内游戏市场实际销售收入（亿元）



数据来源：GPC&IDC 上海证券研究所

图 8 国内移动游戏市场实际销售收入（亿元）

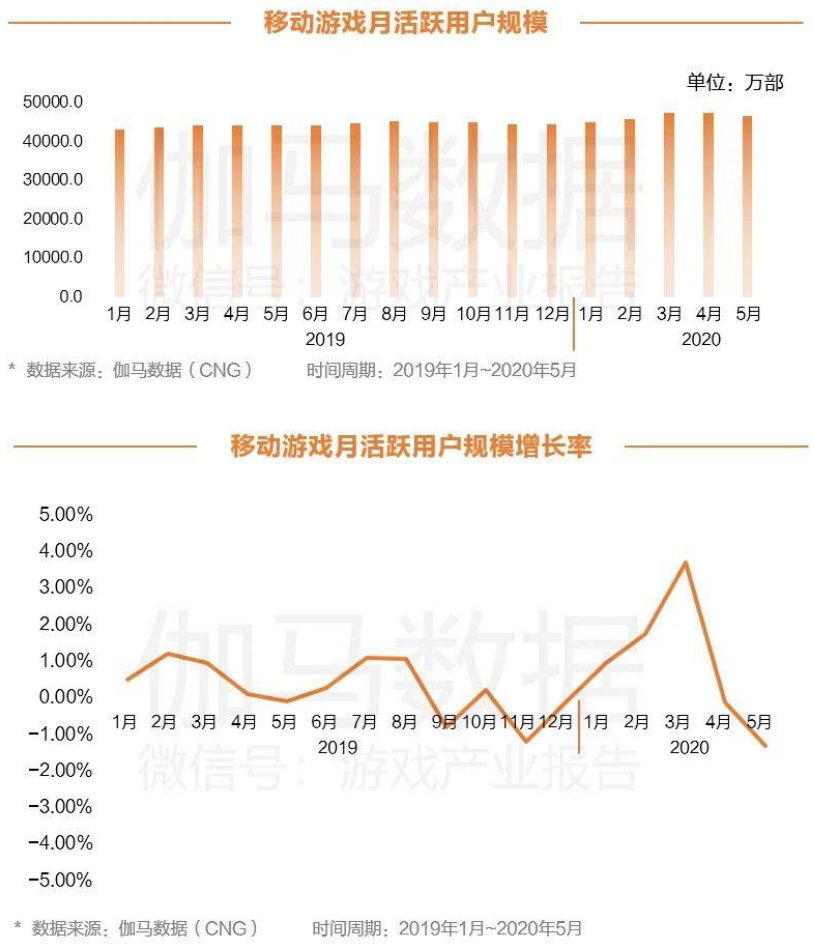


数据来源：GPC&IDC 上海证券研究所

近来，随着国内新冠疫情整体得到控制，流量红利消退，游戏行业用户活跃度下滑，收入增速放缓，但行业景气度依然较高，月流水维持在接近历史峰值水平。可以看到，国内手游市场月活跃用户规模增长最快的出现在今年 3 月，彼时仍在实行大规模的居家抗

疫措施。4 月月活跃用户仍有小幅增长，但增速已经大幅回落，到了 5 月，行业整体月活开始出现收缩。

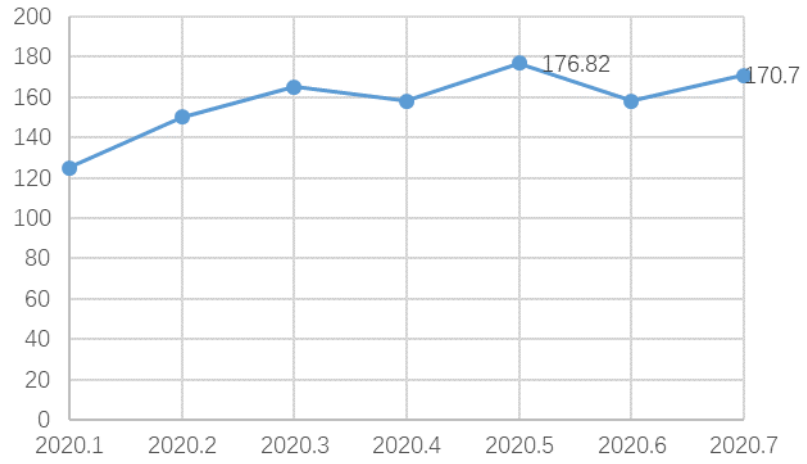
图 9 手游市场月活跃用户规模变动



数据来源：伽马数据 上海证券研究所

但在收入的纬度上，国内手游市场月流水峰值出现在今年 5 月，峰值出现的时间较月活有一段时间的延迟。随后几个月，国内手游市场的月流水也始终维持在较高水平，7 月单月流水更是再次超过了 170 亿元，逼近 5 月新实现的历史峰值。手游市场收入并没有随着月活的萎缩而下滑，反而连续多月保持高位，一方面是因为年初一批新增用户的消费能力随着时间的推移得到逐渐释放，另一方面，近期新游戏市场的活跃表现也为国内手游市场带来了可观增量。

图 10 手游市场近期月流水追踪



数据来源：伽马数据 上海证券研究所

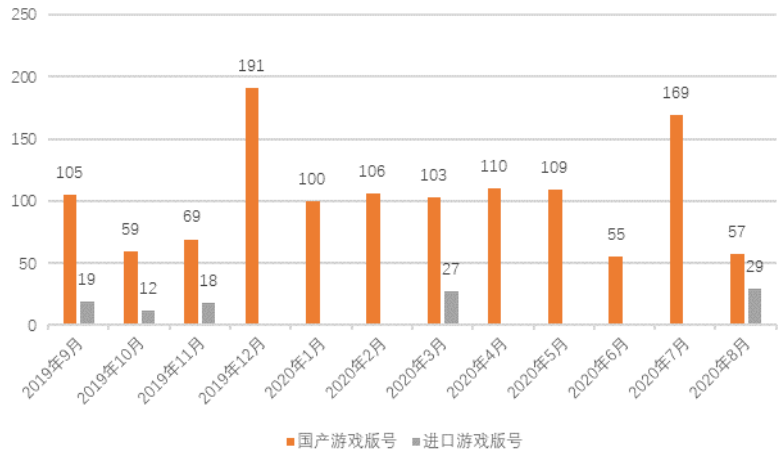
我们在此前的报告中已经分析过了年初抗疫期间一批新用户留存率、付费水平均较好的原因：由于此前居家抗疫期间较长，使得新玩家在游戏内投入的时间成本或金钱成本较高，使得大部分新增用户已经完成了从新玩家到沉淀玩家的转化，此后虽然这批玩家的游戏时长可能有所减少，但前期的高投入使得玩家相对不容易流失。而在游戏内循序渐进的充值活动刺激下，这部分新增玩家在较长一段时间内都能够为游戏贡献稳定的收入。

新游戏带来的增量是下半年推动游戏市场维持高景气的又一重要因素。几乎整个上半年，受制于各大游戏厂商复工复产进度的影响，导致市场上严重缺乏比较重量级的新游戏，市场增量完全来自于老游戏的突出表现。进入暑期，游戏行业集体发力，快速进入新产品密集释放期。近期陆续上线的 Supercell《荒野乱斗》、青瓷数码《最强蜗牛》、完美世界《新神魔大陆》、盛趣游戏《龙之谷 2》等上市公司相关的新游戏纷纷进入 iOS 畅销榜头部，有望成为相关公司业绩增长的主要支撑。从各大游戏公司的产品上线计划来看，新游戏市场的火爆表现有望继续保持。从本月的新产品上线计划看，9 月计划上线的新游戏包括《地下城与勇士手游》、《原神》、《万国觉醒》等重磅产品，预计将为游戏行业带来至少十几亿元/月的收入增量。

在游戏版号的审批方面，虽然版号审批在 2019 年已经重新启动，但期间经历多个阶段调整，包括积压游戏版号集中下发阶段（2018.12-2019.3）、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）、再到版号审批逐步恢复常态化阶段（2019.6-至今），每月发放的版号数量又随着阶段调整有着明显波动。不过，今年上半年的国产游戏版号发放情况可以说基本没受到疫情影响，每月版号发放数量维持在 100 个左右，数量上基本处于

版号结束调整后的正常水平。版号审批工作的正常开展为后续新游戏的持续推出扫清了障碍，各大游戏公司新产品如期上线的概率大大增加。新闻出版总署对进口游戏版号的审批则相对较为谨慎，在今年 8 月，时隔 5 个月之后，版署发布了今年第 2 批进口游戏版号的审批信息。进口游戏版号面向引进游戏以及海外 IP 改编游戏发放，获批的游戏往往是各大游戏公司的年度重点产品。此次获批版号的游戏共计 29 款，其中预计将由 A 股上市公司运营的游戏共计 10 款，占比相对较高，相关游戏的后续上线进程值得持续关注。

图 11 近期版号发放数量



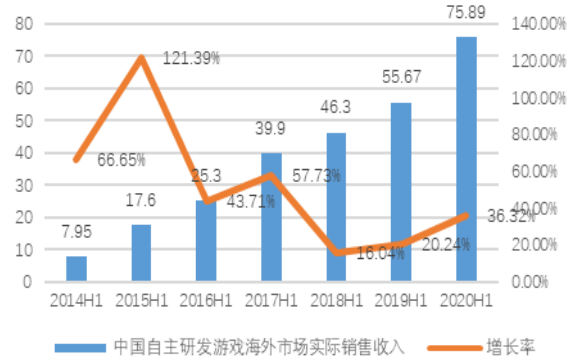
数据来源：国家新闻出版署官网　上海证券研究所

我们看好未来一段时期内国内手游行业整体收入规模有望继续维持在较高水平，“十一”黄金周的运营活动将又一次成功激发新用户的消费能力，9 月多款重磅新游戏的密集上线也将为市场带来可观增量。

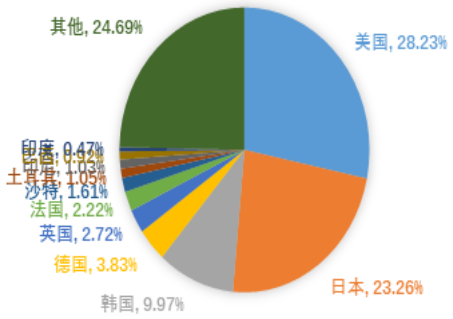
2.2 把握疫情时期流量红利，上市公司加速手游出海

上半年，手游出海同样实现高增长，实现收入 75.89 亿美元，同比增长 36.32%。出海游戏企业重点开拓美国、日本、韩国市场，国产手游出海收入的 28.23%、23.26%以及 9.97%来自于这三个成熟的游戏市场。对于国产手游具备传统优势的港台地区、东南亚地区，国产游戏公司也维持了较高的市场占有率。

图 12 中国自主研发手游海外市场收入（亿美元）　　**图 13 中国自主研发手游分地区收入占比**



数据来源：GPC、CNG 上海证券研究所



数据来源：GPC、CNG 上海证券研究所

整体来看，境外手游市场同样得益于疫情期间的流量红利，实现了收入的大幅增长。根据 Sensor Tower，二季度全球游戏市场在移动游戏上的支出达到 193 亿美元，同比增长 27%，环比增长 10.3%，增速较一季度环比增长 3.6 个百分点。手游下载量达 150 亿，同比增长 45.2%，环比增长 12.7%，增速较一季度环比下滑 8 个百分点。依据以上数据，我们推测海外手游市场将复制国内已经走过的阶段，目前处于短期用户活跃度接近见顶但尚未萎缩之时，预计境外手游市场收入水平尚未达到阶段性峰值，未来一段时间内仍将继续保持较快增长。

图 14 2016-2020Q2 全球手游市场收入



数据来源：Sensor Tower 上海证券研究所

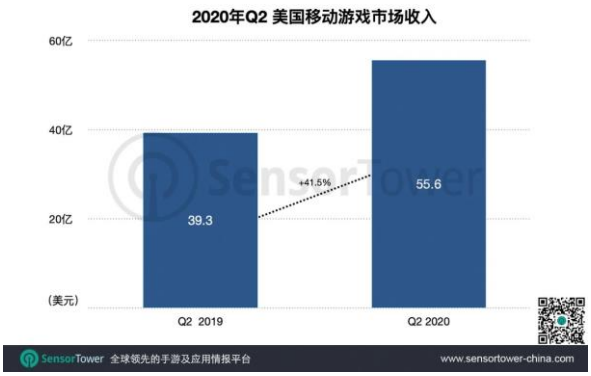
图 15 2016-2020Q2 全球手游下载量



数据来源：Sensor Tower 上海证券研究所

分区域来看，2020 年 Q2 美国手游在 App Store 和 Google Play 的总收入达到 55.6 亿美元，同比增长 41.5%，环比增长 22.4%，增速远超日韩，是二季度海外规模最大，增长最快的手游市场。期间，具备强社交元素的游戏，包括博彩类、战术竞技类游戏的增速较快。在头部游戏中，国内游戏公司有所涉及的相关产品包括《Slotomania》（巨人网络拟增资其研发商 Playtika）、《PUBG Mobile》、《堡垒之夜》、《使命召唤手游》（三款游戏均与腾讯相关）。

图 16 2020Q2 美国移动游戏市场收入



数据来源：Sensor Tower 上海证券研究所

图 17 2020Q2 美国手游市场收入 Top20 产品



数据来源：Sensor Tower 上海证券研究所

日本市场方面，Q2 日本手游市场收入达 42.7 亿美元，环比增长 12.7%，同比增长 24.9%，创历史新高。同时，入围畅销榜 Top100 的中国手游产品数量进一步增加至 26 款，中国厂商凭借差异化的玩法和题材，逐步挺进日本头部市场，市占率进一步提升。分品类来看，由祖龙娱乐研发、腾讯发行的《コード：ドラゴンブラッド》（龙族幻想）成为了唯一一款新进入日本畅销游戏 Top20 的产品，并创造了 MMORPG 游戏在日本的最好纪录，验证了 MMORPG 在日本同样有着广阔的受众空间，考虑到国内游戏厂商在 MMORPG 领域积累深厚，而日本本土游戏厂商在这方面重视不够，该领域或将成为中国手游在日本市场新的发力方向。在 A 股上市公司层面，《江山美人》（三七互娱）、《霸王之野望》（星辉娱乐）等老游戏维持较高收入，游族网络二季度在日本取得重要突破，《塞尔之光》、《少年三国志 2》以及《华武战国》三款新产品均取得了不错的成绩。

图 18 2020Q2 日本移动游戏市场收入



数据来源：Sensor Tower 上海证券研究所

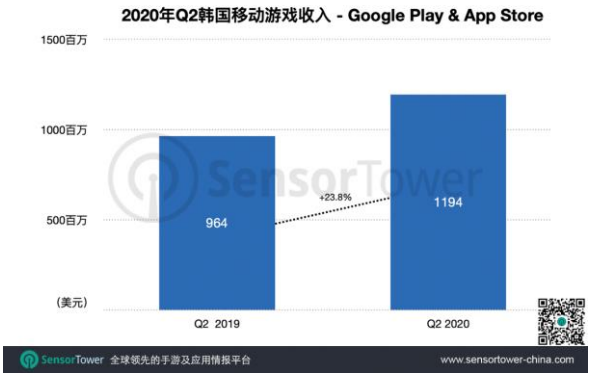
图 19 2020Q2 中国手游在日本收入 Top20 产品



数据来源：Sensor Tower 上海证券研究所

2020 年 Q2 韩国手游市场收入超过 11.9 亿美元，同比增长 23.8%。期间，中国手游对韩国市场发起新一轮猛攻，共 39 款产品入围韩国手游畅销榜 Top100，为近年来最高。进入韩国头部市场的产品与日本比较接近，如《塞尔之光》、《少年三国志 2》、《江山美人》等产品在韩国的表现都不错。

图 20 2020Q2 韩国移动游戏市场收入



数据来源：Sensor Tower 上海证券研究所

图 21 2020Q2 中国手游在韩国收入 Top20 产品



数据来源：Sensor Tower 上海证券研究所

2020 年 Q2，东南亚手游市场总收入突破 6 亿美元，环比增长 25%，同比增长 43.8%。东南亚是中国手游厂商进入较早且市占率也较高的地区，在畅销榜前十，由中国团队开发的手游包揽了其中的 8 个席位。与欧美游戏厂商相比，中国手游厂商在东南亚的优势较为显著，一方面，中国手机厂商在东南亚的市占率较高，能够为游戏推广提供一定便利；另一方面，由于东南亚地区语言多样，游戏的多语种适配难度较大。而中国因为地缘文化相似，本土化改编难度相对较低，如繁体字版本在新加坡、马来西亚等国家有着很高的接受度。

图 22 2020Q2 东南亚移动游戏市场收入



数据来源：Sensor Tower 上海证券研究所

图 23 2020Q2 东南亚手游收入 Top20 产品



数据来源：Sensor Tower 上海证券研究所

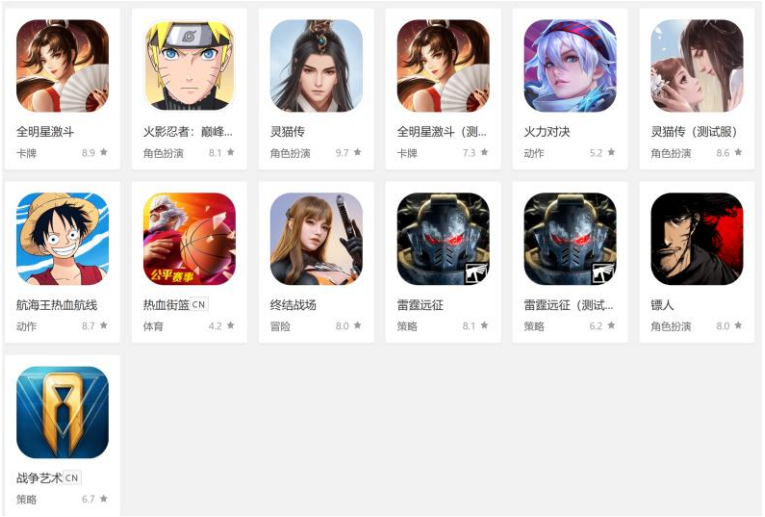
2.3 字节跳动加码布局游戏行业，或改变行业整体格局

字节跳动在这两年发力布局游戏市场，从超休闲游戏起步，业务逐步拓展到中重度游戏市场，并对游戏市场的宣发格局产生了深远影响。

国内超休闲游戏的发展速度略慢于欧美，但追赶势头迅猛。自从字节跳动在 2019 年切入这一赛道起，已经成功地推动了不少超休闲游戏冲击 iOS 免费榜榜首的位置，如去年推出的《消灭病毒》、《全民漂移》、2020 年初的《我功夫特牛》等等。春节期间数度登顶 iOS 免费榜的《小美斗地主》虽然是棋牌类游戏，但在付费模式上同样也采用了激励广告模式，盈利模式与超休闲游戏类似。目前，字节跳动旗下的休闲游戏发行平台 Ohayoo 已经成长为国内超休闲游戏这一细分领域的龙头。

在中重度游戏方面，字节跳动于 2019 年 6 月成立“绿洲计划”，开始发力中重度游戏自研业务。目前，字节跳动已在北京、上海、深圳、杭州等城市组建中重度游戏自研团队，目前暂无产品上市。发行方面，字节跳动旗下游戏发行团队朝夕光年已先后宣布代理了超过十款重度游戏，其中不乏火影忍者、航海王、战锤等知名 IP 改编游戏，引起了市场的广泛关注。

图 24 朝夕光年宣布代理的游戏

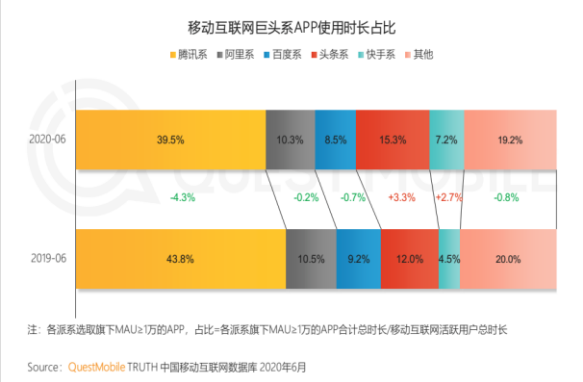


数据来源：Taptap 上海证券研究所

更为重要的是，字节跳动的入局已经对游戏市场的宣发格局产生了深远影响。在游戏买量市场中，字节跳动系产品及旗下广告联盟穿山甲联盟已经成长为唯一一个可以与腾讯系产品及腾讯广告联盟相提并论的流量获取渠道。从整体的流量分布格局来看，字节跳动系产品所占用的用户时长较腾讯系产品仍有一定距离。但由于以抖音、火山为代表的短视频产品与手游用户的重合度极高的特

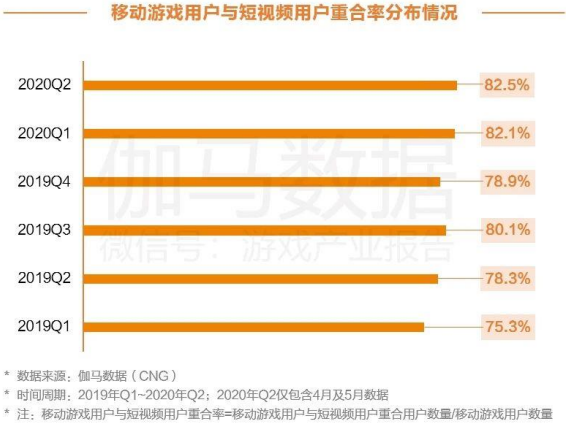
性，已经成为游戏玩家主动搜索或被动获取新游戏信息的最主要渠道，且字节跳动系产品的流量全部可以通过公开方式获取，而腾讯系产品部分优质流量只能通过游戏代理发行的模式获得。字节跳动这种完全公开的做法相当于是给予了游戏研发公司更多的主动权，故而成为了如吉比特等新入局买量市场的公司优先选择的买量渠道。字节跳动的入局有望推动游戏行业从渠道为王向产品为王持续转变，技术储备丰富的研发型游戏公司在未来有望取得更大的话语权。

图 25 移动互联网各巨头旗下 App 使用时长占比



数据来源：Quest Mobile 上海证券研究所

图 26 手游用户与短视频用户重合度高



数据来源：伽马数据 上海证券研究所

2.4.从美术寻突破，国产游戏画面有能力对标世界一流水平

随着人口红利几乎消耗殆尽，市场竞争加剧，国产游戏厂商开始尝试通过各种手段提升产品竞争力。从过往游戏产品的演变来看，有的游戏通过玩法微创新来实现竞争力的提升，如国产卡牌手游基本完成了从 1.0 版本（类似于《我叫 MT》）走向 2.0 版本（类似于《小冰冰传奇》）；SLG 手游则是从 Cok-Like 走向率土-Like；更多的产品则是通过提升美术水平实现竞争力的提升，如《阴阳师》就是一个很好的例子，这款游戏以及它的一批模仿者们带领国产卡牌手游的美术水平实现了肉眼可见的飞跃。相比玩法创新可能面临的较高试错成本，提升美术水平则是一种风险相对可控的提升游戏成功率的做法。

近日，国产游戏《黑神话：悟空》的演示视频引发了国内外玩家的热议。该视频在 Bilibili 的 24 小时播放量超千万，在 Youtube 等海外视频网站也引起了广泛关注。玩家普遍表示，《黑神话：悟空》所展现出的精美 3D 人物建模、细致的场景刻画等无一不体现

出这款游戏的美术品质已经可以比肩海外 3A 大作，这或许意味着在不久的将来，国产游戏从美术水平上已经有能力对标世界一流水平。

即将于 9 月中旬上线的游戏《原神》也是一款在美术上极具看点的作品，这款游戏同样展现了极强的画面表现力。更值得一提的是，如果说《黑神话：悟空》是充分发挥了虚幻 4 引擎的性能从而做到了在游戏画面力上对标国外 3A 游戏，那么《原神》则是将 Unity3D 引擎挖掘到了极限，其采用的极具辨识力的卡通风画面渲染远远超出了 Unity3D 引擎的一般水准，是公司基于 Unity 引擎进行深度优化的产物，反映公司在画面渲染方面的技术实力雄厚。作为一款囊括手机、PC、主机等多平台的游戏，这款游戏至少在画面表现力上完全称得上是领跑全球所有手游产品的。

《原神》、《黑神话：悟空》的相继出现反映国产游戏有能力在美术水平上对标世界一流水准，叠加国产游戏在数值策划、产品迭代以及推广模式上的诸多优势，国产游戏有望在海外手游市场占据更高的市场份额，在终将来临的云游戏、VR 游戏时代也能表现出足够的市场竞争力。

图 27 原神内测画面截图



数据来源：Bilibili 上海证券研究所

图 28 黑神话悟空 PV 截图



数据来源：Bilibili 上海证券研究所

2.5 半衰期 Alyx 开启 VR 游戏新世代，未来发展潜力巨大

上半年发售的 VR 游戏《半衰期：Alyx》在全球玩家群体中得到了广泛关注，被誉为第一款真正意义上的 3A 级 VR 大作。根据 Play Tracker 数据，《半衰期：Alyx》仅预售数量就超过了 30 万份，并带动了超过 10 万份 VR 硬件的销售；上线不久，游戏在 Steam 平台上的最高同时在线人数就达到了 4.28 万人，逼近 4.6 万人的历史最高记录。考虑到游戏人气仍处于上升期且游戏售价相对较高，该

游戏很可能成为至今为止 VR 游戏史上收入最高的一款游戏。而从技术上看，《半衰期：Alyx》取得的一项重大突破在于其实现了在半开放式的游戏场景中，玩家能够与游戏中几乎所有的道具实现真实的交互效果：你的所有行动都能得到一个与现实生活中极为相似的反馈，从而大大增强了游戏的沉浸感。《半衰期：Alyx》的出现打破了传统 VR 游戏在技术及销量两方面的瓶颈，大大拓展了 VR 游戏市场的想象空间。

此外，《半衰期：Alyx》的出现进一步验证了好的游戏内容同样可以带动高端硬件的销售。在游戏上线后不久，Steam 推出的配套 VR 头戴设备 Valve Index 在全球 30 个**地区**内迅速销售一空。这款 VR 头戴设备售价 999 美元，且并不是游玩《半衰期：Alyx》的必需设备，与其他高端 VR 头戴设备相比，这一设备的优势仅在于能够提供相对更好的高保真度体验，即使如此，该设备还是在短期内销售一空。据此我们判断，当未来出现足够多的优质 VR 游戏内容，VR 游戏硬件购入成本过高的这一缺点是完全能够被玩家克服的。

图 29　Valve Index 被迅速售空

1/14/2020	Full Kit	Headset + Controllers	Headset	Controllers	Base Station
Austria	Sold Out	Sold Out	Sold Out	Sold Out	Sold Out
Belgium	Sold Out	Sold Out	Sold Out	Sold Out	Sold Out
Bulgaria	Sold Out	Sold Out	Sold Out	Sold Out	Sold Out
Croatia	Sold Out	Sold Out	Sold Out	Sold Out	Sold Out
Cyprus	Sold Out	Sold Out	Sold Out	Sold Out	Sold Out
Czechia	Sold Out	Sold Out	Sold Out	Sold Out	Sold Out
Denmark	Sold Out	Sold Out	Sold Out	Sold Out	Sold Out
Estonia	Sold Out	Sold Out	Sold Out	Sold Out	Sold Out
Finland	Sold Out	Sold Out	Sold Out	Sold Out	Sold Out
France	Sold Out	Sold Out	Sold Out	Sold Out	Sold Out
Germany	Sold Out	Sold Out	Sold Out	Sold Out	Sold Out
Greece	Sold Out	Sold Out	Sold Out	Sold Out	Sold Out
Hungary	Sold Out	Sold Out	Sold Out	Sold Out	Sold Out
Ireland	Sold Out	Sold Out	Sold Out	Sold Out	Sold Out
Italy	Sold Out	Sold Out	Sold Out	Sold Out	Sold Out
Latvia	Sold Out	Sold Out	Sold Out	Sold Out	Sold Out
Lithuania	Sold Out	Sold Out	Sold Out	Sold Out	Sold Out
Luxembourg	Sold Out	Sold Out	Sold Out	Sold Out	Sold Out
Malta	Sold Out	Sold Out	Sold Out	Sold Out	Sold Out
Netherlands	Sold Out	Sold Out	Sold Out	Sold Out	Sold Out
Poland	Sold Out	Sold Out	Sold Out	Sold Out	Sold Out
Portugal	Sold Out	Sold Out	Sold Out	Sold Out	Sold Out
Romania	Sold Out	Sold Out	Sold Out	Sold Out	Sold Out
Slovakia	Sold Out	Sold Out	Sold Out	Sold Out	Sold Out
Slovenia	Sold Out	Sold Out	Sold Out	Sold Out	Sold Out
Spain	Sold Out	Sold Out	Sold Out	Sold Out	Sold Out
Sweden	Sold Out	Sold Out	Sold Out	Sold Out	Sold Out
UK	Sold Out	Sold Out	Sold Out	Sold Out	Sold Out
US	Sold Out	Sold Out	Sold Out	Sold Out	Sold Out
Canada	Sold Out	Sold Out	Sold Out	Sold Out	Sold Out
Japan	Sold Out	Available	Available	Sold Out	Sold Out

数据来源：Road to VR　上海证券研究所

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

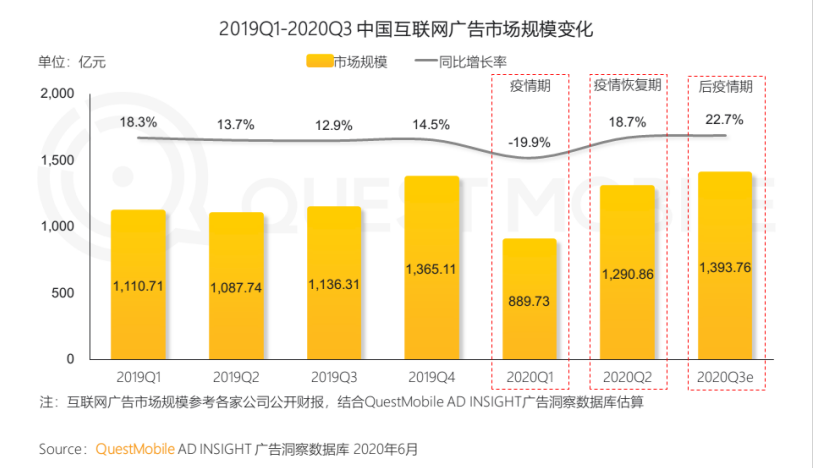
VR/AR 游戏可能带动整个游戏行业的消费升级。一方面，在用户规模方面，随着 VR 眼镜等可穿戴设备高度普及，未来 VR/AR 游戏的用户普及度可能比肩甚至超过手机游戏玩家，而 VR/AR 游戏与生俱来的沉浸感体验、高清晰高质量内容以及与之相匹配的各种新的玩法有望大大刺激玩家的付费意愿，从而引领游戏产业实现新的飞跃。

三、营销：线上营销快速复苏，直播带货发展迅速

3.1 线上营销市场实现快速复苏

互联网广告市场虽然在一季度受到疫情冲击导致规模有所下滑，但在二季度就实现快速复苏，Q2 互联网广告市场规模实现同比增长 18.7%。与线下营销相比，线上营销更快地实现复苏，一方面是因为居家抗议带来的线上流量红利促使品牌商在二季度恢复甚至是加大了线上广告投放，另一方面，以直播带货为代表的新媒体营销方式发展迅速，成为了推动线上营销市场快速增长的主要推动力量。

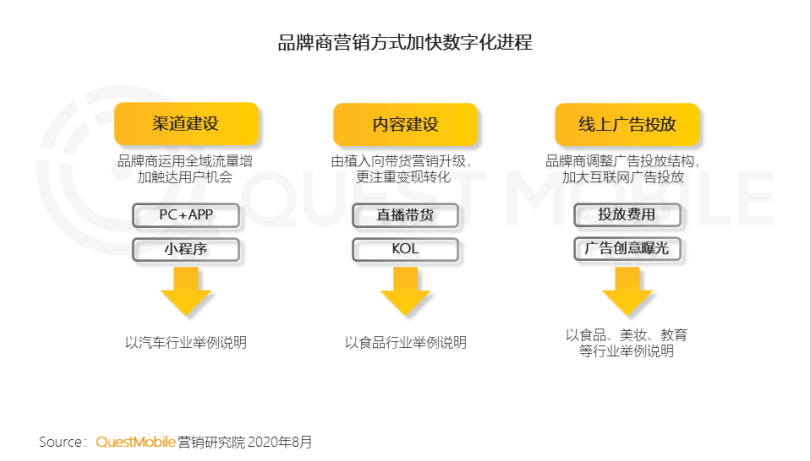
图 30 中国互联网广告市场规模（亿元）



数据来源： Quest Mobile 上海证券研究所

后疫情时代，品牌商变得更加重视数字化营销，其广告投放模式也出现了一些改变：1、品牌商加速自有渠道建设，通过自有 App、小程序等直接触达存量用户，新渠道建设帮助品牌商优化会员管理，并提供更为精准的促销活动；2、品牌商加强内容建设，除植入式产品广告外，品牌商对于 KOL 私域流量引流、直播带货等新式内容营销的支持力度较大；3、由于线下经济复苏相对缓慢，品牌商对于传统线上品牌广告、效果广告的投放占比也有所提升。

图 31 品牌商加速营销方式数字化

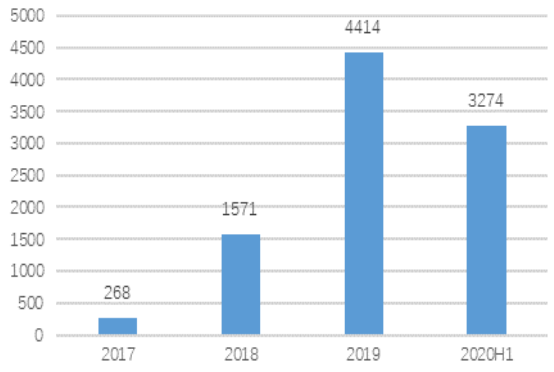


数据来源： Quest Mobile 上海证券研究所

3.2 快速兴起的直播带货：变现能力强，兼具社会效应

直播带货已经成为新媒体营销领域最主要的成长赛道，上半年直播电商交易额突破 3000 亿元，同比增长高达 62.5%。各大电商平台中，淘宝系电商直播用户渗透率高达 20%，显著高于京东等平台。短视频平台在电商直播领域同样发展迅速，其业务模式兼具自建电商平台以及向传统电商平台导流的模式。

图 32 电商直播带货交易额（亿元）



数据来源：Fastdata 上海证券研究所

图 33 电商直播用户渗透率



数据来源：Quest Mobile 上海证券研究所

我们认为，直播带货的兴起得益于多重原因。首先，宏观经济的下行压力、买量成本的提升，使得广告主关注的焦点从流量的获取变为流量的变现。直播带货能够直接带动销售额，具有比效果广告更为直接的变现能力；其次，直播带货从形式上看更容易制造热点（特别是头部主播、KOL 的带货），引发社会效应。对于品牌商而言，直播带货在直接实现流量变现的同时，也兼具一定的品牌推广功能，性价比较为突出；第三，直播带货指向性强，能够推动特

定产品的清库存，是企业常规销售的有力补充。

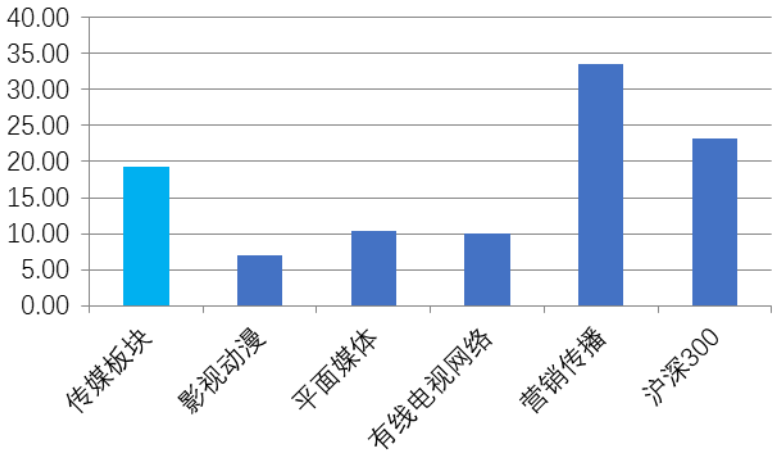
在 A 股上市公司层面，有多家互联网营销公司通过组建 MCN 业务团队等方式，处于直播带货产业链的中游（中介端）。这种模式一方面得以充分分享直播带货行业的高速成长红利，另一方面，电商直播领域的上游，也就是自媒体端（KOL、网红等）的竞争格局较为分散，中介端的议价能力较强，在行业高速发展的早期阶段不容易出现被上下游挤压利润空间的情况，发展前景较好。

四、 行业表现及估值

4.1 年初至今板块表现落后于沪深 300 指数。

截止到 9 月 4 日，传媒板块整体上涨幅度为 19.34%，各子板块中，影视动漫、平面媒体、有线网络、营销传播分别上涨 7.06%、10.43%、10.05%、33.57%，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 23.17%。

图 34 2020 年初至今传媒板块表现落后于沪深 300 指数（%）



数据来源：Wind 上海证券研究所

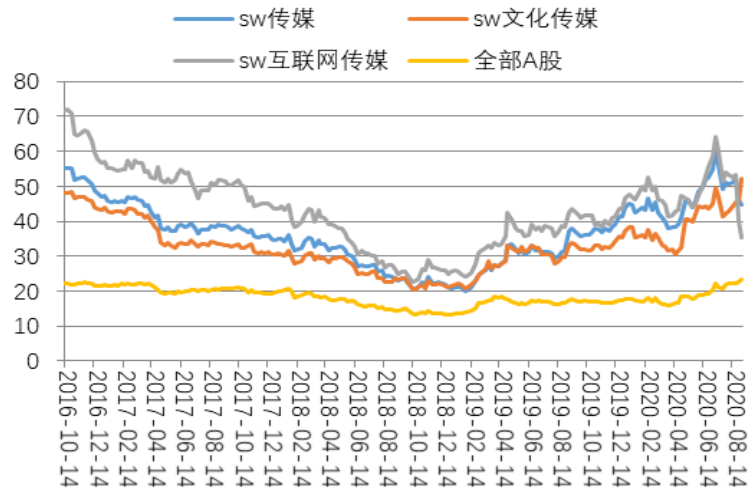
4.2 相对估值水平回归中位区间。

从行业整体的历史市盈率看，sw 传媒指数目前的市盈率 44.69 倍,板块估值较去年有所提升，板块估值回复到 2017 年初水平，处于近五年来中位水平。其中，sw 文化传媒板块的估值为 52.31 倍，处于历史中位，sw 互联网传媒板块估值 35.29 倍，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，目前与 A 股的偏离度为 1.91 倍，处于近三年来较低位置，前一低点出现在 2019 年 2 月的 1.45 倍。从相对估值水平看，过去一段时间文化传媒板块开

始逐步反弹，板块的相对估值水平回归历史均值。由于文化娱乐行业处于快速发展期，考虑到影视与游戏等线上娱乐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 35 传播与文化产业历史市盈率(TTM，整体法)



数据来源：Wind 上海证券研究所

五、 重点关注公司

光线传媒：公司是国内动画电影龙头企业，疫情过后多部储备影片将陆续定档上映，看好公司的长线运营及抗风险能力。我们预测 2020-2021 年公司每股收益为 0.11 元和 0.32 元，维持“谨慎增持”评级。

万达电影：公司是国内院线行业龙头企业，拥有先进的连锁院线管理服务模式，疫情过后公司有望加速布局，进一步提升市占率。看好疫情过后电影市场回暖及公司的影视产品储备。我们预测 2020-2021 年公司每股收益为-0.58 元和 0.87 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 2020-2021 年公司每股收益为 14.85 和 17.20 元，维持“增持”评级。

宝通科技：公司专注于手游出海，在保持自身在韩国、港澳台等地区游戏发行领先优势的同时，逐步拓展在日本、欧美等市场的市场份额。自研项目《终末战线：：伊诺贝塔》成为 B 站独家代理产品，也有望成为公司新的业绩增长点。我们预测公司 2020-2021 年每股收益分别为 1.28 元、1.60 元，维持“增持”评级。

值得买：公司作为内容型电商导购的龙头企业之一，其商业模式和变现路径成熟，在用户规模、内容多样性、市场口碑等方面具备较强优势，已经成为诸多电商、品牌商获取用户、提升品牌影响力的重要渠道。我们预测公司 2020-2021 年每股收益分别为 1.89 元、2.30 元，维持“谨慎增持”评级。

元隆雅图：公司作为礼赠品行业龙头，与新开拓客户之间的合作逐渐深入，有望促使礼赠品业绩持续保持较快增长；新切入的自媒体营销及 MCN 赛道正处于高速发展期，有望分享行业高速成长红利；随着冬奥会的临近，特许品销售收入或在今、明两年得到集中释放。预计 2020-2021 年每股 EPS 分别为 0.70 元、0.98 元，维持“谨慎增持”评级。

六、 风险提示

1. 相关行业发展政策落实情况低于预期。
2. 疫情影响线下娱乐。
3. 游戏行业市场竞争加剧。
4. 5G 网络推广进程低于预期。
5. 直播带货等新兴营销模式景气下滑。

分析师声明

滕文飞、胡纯青

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不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。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。