

增持

——维持

日期：2020 年 05 月 29 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

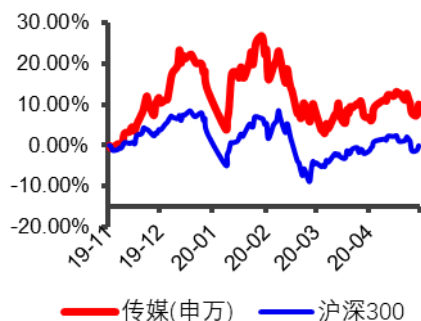
分析师：胡纯青

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-QIT02

证券研究报告/行业研究/中期策略

游戏维持高景气 线下娱乐尚待复苏

—2020 年文化娱乐行业中期投资策略

主要观点

“云娱乐”景气延续，线下娱乐尚待复苏。

受一季度新冠疫情影响，线下娱乐至今仍处于缓慢复工阶段，原有消费模式受到严重影响，截至 5 月末，文娱消费场所多数处于关停状态，线下影院也未恢复运营。同一时间，消费者线上娱乐时长增加，在线 K 歌、手机游戏、长/短视频等在线娱乐出现大幅增长。随着复工复产，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。“云娱乐”兴起，线上娱乐替代线下娱乐趋势已延续到二季度。在疫情影响完全消除前，线上娱乐将保持高景气度，线下娱乐复苏进展缓慢。

广电展开多方合作，推动 5G 应用加速落地。

广电与中移动等运营商展开合作，共同投资建设 700MHz 5G 无线网络，加快 5G 商用步伐。5G 设施加速建设，应用将加速落地，利好游戏及超高清视频行业。

手游市场持续高景气，关注新技术发展。

一季度游戏市场实现环比大幅增长，未来一段时间内，在新游戏增长、用户沉淀、海外市场向好等多重因素影响下有望持续高景气。国内云游戏平台推进迅速，《半衰期》树立 VR 游戏新标杆，关注次时代游戏技术发展。

疫情下关注出版业线上渠道销售创新。

受疫情影响线下渠道大幅萎缩，复苏尚待时日。线上渠道受影响较小，童书网店零售逆势增长。关注直播带货、短视频引流对图书零售的推动作用。

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、东方明珠、吉比特、完美世界、宝通科技、新经典

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. 出版业复苏慢于预期。

数据预测与估值：

重点关注股票业绩预测和市盈率

公司名称	股票代码	股价	EPS			PE			PBR	投资评级
			19A	20E	21E	19A	20E	21E		
万达电影	002739	15.72	-2.28	0.07	0.63	n/a	230.52	24.95	2.54	谨慎增持
东方明珠	600637	9.03	0.60	0.50	0.60	15.09	17.93	15.05	1.06	谨慎增持
吉比特	603444	408.26	11.26	14.26	16.70	36.26	28.62	24.45	8.63	增持
完美世界	002624	42.66	1.16	1.84	2.08	36.78	23.18	20.51	5.43	增持
宝通科技	300031	20.00	0.79	1.01	1.28	25.25	19.80	15.63	2.86	增持
新经典	603096	60.9	1.78	1.89	2.16	34.21	32.22	28.19	4.19	增持

资料来源：上海证券研究所 股价数据为 2020 年 5 月 26 日收盘价

目 录

一、“云娱乐”景气延续，线下娱乐尚待复苏.....	5
1.1 疫情改变娱乐消费模式，线上娱乐景气延续。.....	5
1.2 超过4个月未复工，全年院线业绩承压。.....	6
1.3 电视剧精品化趋势延续，Q1收视率明显提升。.....	7
1.4 视频服务使用时长增长明显。.....	9
1.5 广电5G展开多方合作，推动应用加速落地。.....	10
二、游戏：手游市场持续高景气，新技术持续推进.....	11
2.1 一季度手游市场活跃度及收入双双实现大幅提升.....	11
2.2 游戏行业高景气仍将持续不短的时间.....	12
2.3 海外手游市场向好，手游出海公司受益.....	15
2.4 头条系发力，Ohayoo成为超休闲游戏最大推手，.....	16
2.5 云游戏平台快速推进，内容提供商积极响应.....	18
2.6 半衰期Alyx开启VR游戏新世代，未来发展潜力巨大.....	19
三、出版：疫情下关注线上渠道销售创新.....	22
3.1 受疫情影响，一季度线下图书零售市场受重创.....	22
3.2 童书网店渠道实现逆势增长.....	23
3.3 积极探索直播带货与出版业的合作模式.....	23
四、行业表现及估值.....	25
4.1 年初至今板块表现差于沪深300指数。.....	25
4.2 相对估值水平回归中位区间。.....	25
五、重点关注公司.....	26
六、风险提示.....	27

图

图 1 2020 年 3 月中国移动网民典型细分行业月总使用时长占比 (%)	5
图 2 2020 年春节假期后比春节期间日均活跃用户增量 Top10 行业 (万)	6
图 3 2011 年-2019 年重点档期票房 (万元)	6
图 4 2020 年 1 月-5 月票房损失估算 (亿元)	7
图 5 2020 年 Q1 电视剧收视率	8
图 6 2020 年 3 月移动视频服务行业用户规模及使用时长情况	9
图 7 疫情期间用户使用视频平台变化	9
图 8 移动网民各类 App 人均每日使用时长占比	11
图 9 用户人均日使用时长同比增长率	11
图 10 国内游戏市场实际销售收入 (亿元)	12
图 11 国产游戏海外市场实际销售收入 (亿美元)	12
图 12 国内移动游戏市场实际销售收入 (亿元)	12
图 13 国内客户端游戏市场实际销售收入 (亿元)	12
图 14 王者荣耀 iOS 端月流水推测	13
图 15 近期版号发放数量	14
图 16 分地区移动设备日均使用时长	14
图 17 2020Q1 美国移动游戏市场收入	15
图 18 2020Q1 中国手游在美国收入 Top20 产品	15
图 19 2020Q1 美国移动游戏市场收入	16
图 20 2020Q1 中国手游在美国收入 Top20 产品	16
图 21 2020Q1 美国移动游戏市场收入	16
图 22 2020Q1 中国手游在美国收入 Top20 产品	16
图 23 国内移动休闲游戏广告收入 (亿元)	17
图 24 国内外移动休闲游戏广告收入占比 (预估)	17
图 25 云游戏运行流程	18
图 26 EVE 试玩上线网易云游戏	19
图 27 VR/AR 全球市场规模 (亿元)	20
图 28 VR 游戏规模	20
图 29 Valve Index 被迅速售空	21
图 30 中国图书零售市场码洋规模 (亿元)	22
图 31 京东平台童书成交额及增长率	23
图 32 薇娅荐书的折扣与销量情况	24
图 33 掌阅读书抖音号	24
图 34 2020 年初至今传媒板块表现落后于沪深 300 指数 (%)	25
图 35 传播与文化产业历史市盈率(TTM, 整体法)	26

表

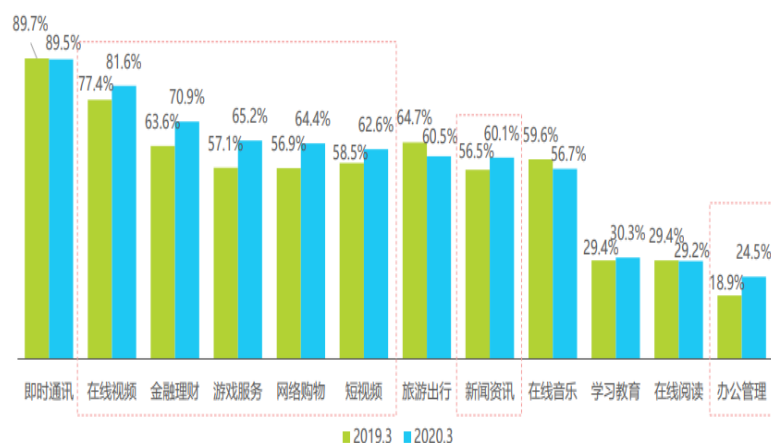
表 1 全国国产电视剧发行许可证颁发情况	7
表 2 2020 年重点影视公司剧目	8
表 3 2020 年三大网络平台部分重点剧目	10

一、“云娱乐”景气延续，线下娱乐尚待复苏

1.1 疫情改变娱乐消费模式，线上娱乐景气延续。

受一季度新冠疫情影响，线下娱乐至今仍处于缓慢复工阶段，原有消费模式受到严重影响，截至5月末，文娱消费场所多数处于关停状态，线下影院也未恢复运营。同一时间，消费者线上娱乐时长增加，在线K歌、手机游戏、长/短视频等在线娱乐出现大幅增长。2020年一季度受疫情影响，用户在总使用时长方面比2019年增长更为显著。随着复工复产，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。爱奇艺、腾讯、优酷、芒果TV等在线流媒体平台的访问量在疫情期间保持较快增长。“云娱乐”兴起，线上娱乐替代线下娱乐趋势明显。这一趋势已延续到二季度。在疫情影响完全消除前，预计线上娱乐将保持高景气度，线下娱乐复苏进展缓慢。生鲜电商、在线教育、远程办公、手机游戏等线上细分领域迎来发展红利。

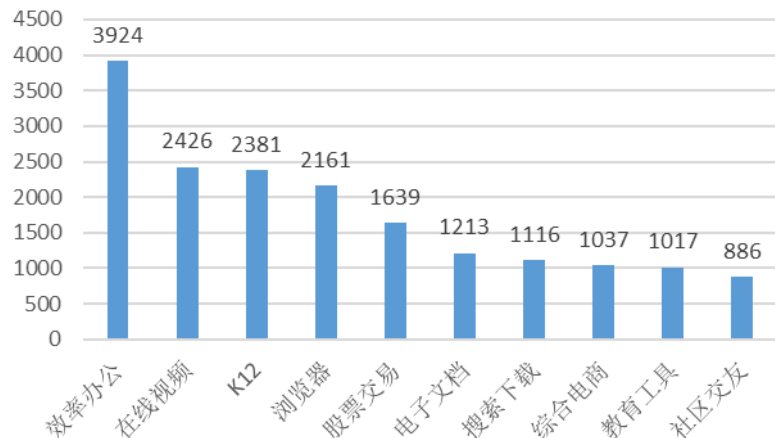
图1 2020年3月中国移动网民典型细分行业月总使用时长占比(%)



数据来源：艾瑞咨询 上海证券研究所

4月以来，随着各地陆续复工和学生上网课，远程办公和在线学习需求明显上升，办公领域日活用户规模上涨接近4000万，K12上涨2000万，股票交易也趋于活跃。参照2003年非典对线下娱乐影响，线下娱乐属于最晚恢复正常的领域，预计线下娱乐全面复苏要到6月以后，短期影响较大。

图 2 2020 年春节假期后比春节期间日均活跃用户增量 Top10 行业（万）

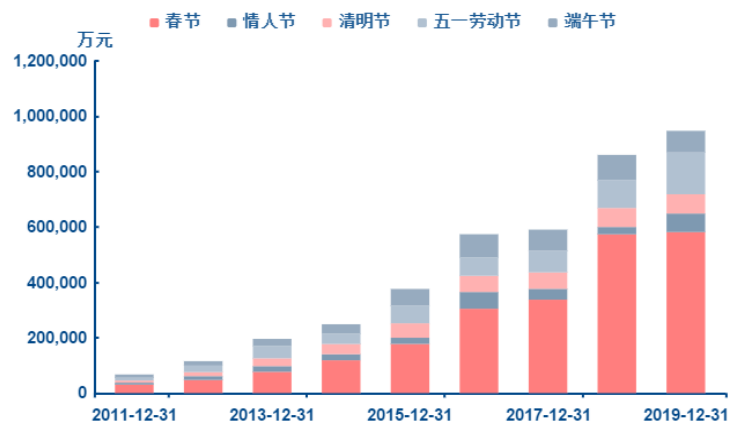


数据来源: QuestMobile 上海证券研究所

1.2 超过 4 个月未复工，全年院线业绩承压。

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。电影院线已超过 4 个月未能营业。按照目前疫情情况，电影院有望在 6 月恢复营业的可能性较大。今年 1 月票房仅约 22 亿,仅上半年，今年票房就同比下降超过 276 亿。参照非典时期影响，预计对院线影响将持续到 3 季度，受影响程度取决于疫情风险全面解除时点，全年院线业绩将明显承压。

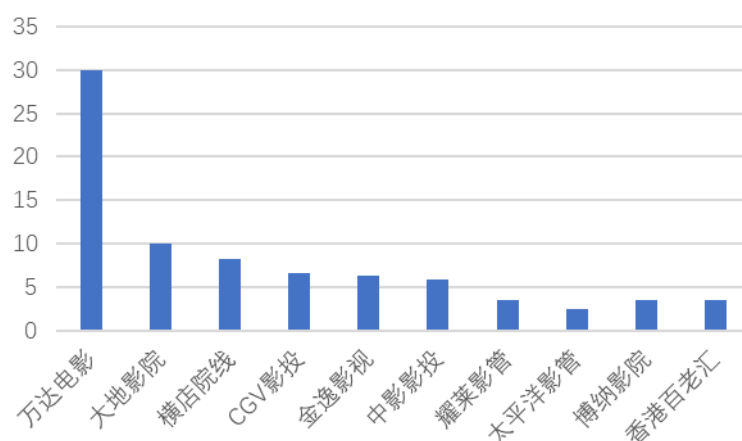
图 3 2011 年-2019 年重点档期票房（万元）



数据来源: 同花顺 IFIND 上海证券研究所

影院是线下娱乐中受到最大冲击的行业。受档期和疫情关停影响，各大影院上半年票房收入大幅下滑，市场份额越高的院线受到的影响越大，按照规模来看，万达、大地、横店等损失最大。

图 4 2020 年 1 月-5 月票房损失估算（亿元）



数据来源：拓普电影数据库 上海证券研究所

1.3 电视剧精品化趋势延续，Q1 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。广电总局电视剧司启动第三批 2018-2022 年百部重点电视剧选题规划工作，选题要求紧紧围绕 2020 年全面建成小康社会、2021 年中国共产党成立 100 周年等党和国家大事，重点聚焦党史国史、中国梦时代主题、广大人民对美好生活的向往和追求、中华优秀传统文化四个方面选题。大剧网络播放量逐年飙升，且头部大剧播放量更加集中，优质的头部大剧成为各平台竞相争夺的资源。

表 1 全国国产电视剧发行许可证颁发情况

年份	部数	集数
2011	469	14942
2012	506	17703
2013	441	15770
2014	429	15983
2015	394	16540
2016	334	14912
2017	314	13470
2018	323	13726
2019	254	10646

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 Q1 电视剧收视率明显超过去年同期。电视台热播剧集包括《安家》、《如果岁月可回头》、《新世界》等。网络平台爱奇艺的《爱情公寓 5》、腾讯视频的《三生三世

枕上书》、优酷的《乡村爱情 12》以及芒果 TV 的《下一站是幸福》。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 5 2020 年 Q1 电视剧收视率

2020 年第一季度晚间黄金时段电视剧收视数据概览

(每集平均收视率 0.5% 以上剧目)

中国视听大数据

节目	每集平均收视率	每集平均收视份额	单集收视率最高值	频道
安家	3.216%	10.789%	4.057%	北京卫视、东方卫视
如果岁月可回头	2.108%	7.542%	3.377%	北京卫视、东方卫视
新世界	1.943%	6.444%	2.913%	北京卫视、东方卫视
奋进的旋律	1.886%	6.278%	2.141%	CCTV1
精英律师	1.877%	7.168%	2.153%	北京卫视、东方卫视
远方的山楂树	1.596%	6.187%	2.290%	CCTV8
谷文昌	1.568%	5.472%	1.771%	CCTV1
我哥我嫂	1.433%	5.752%	1.757%	CCTV8
破局 1950	1.366%	5.659%	1.792%	CCTV8
一个都不能少	1.351%	4.975%	1.536%	CCTV1
绝境铸剑	1.274%	5.085%	1.755%	CCTV1
决胜法庭	1.243%	3.879%	1.876%	江苏卫视、浙江卫视
绝代双骄	1.188%	4.089%	1.701%	CCTV8
完美关系	1.167%	4.175%	1.505%	湖南卫视
下一站是幸福	1.138%	3.802%	1.607%	湖南卫视
幸福院	0.970%	3.172%	1.255%	CCTV8
幸福敲了两次门	0.949%	3.532%	1.211%	CCTV8
大明风华	0.813%	3.297%	1.062%	湖南卫视
我怕来不及	0.811%	3.117%	0.926%	CCTV8
破冰行动	0.808%	3.705%	0.820%	CCTV8
情满四合院	0.784%	3.217%	0.877%	CCTV8
刘家媳妇	0.678%	2.763%	0.881%	CCTV8
我在北京等你	0.621%	2.065%	1.373%	江苏卫视、浙江卫视
冰糖炖雪梨	0.618%	2.202%	0.771%	江苏卫视、浙江卫视
家道颖颖之等着我	0.593%	2.292%	0.637%	CCTV3
还没爱够	0.593%	2.176%	0.867%	江苏卫视、浙江卫视
绿水青山带笑颜	0.588%	2.196%	0.928%	湖南卫视
云飞丝路天	0.559%	1.777%	0.704%	山东卫视

数据来源：中国视听大数据 上海证券研究所

表 2 2020 年重点影视公司剧目

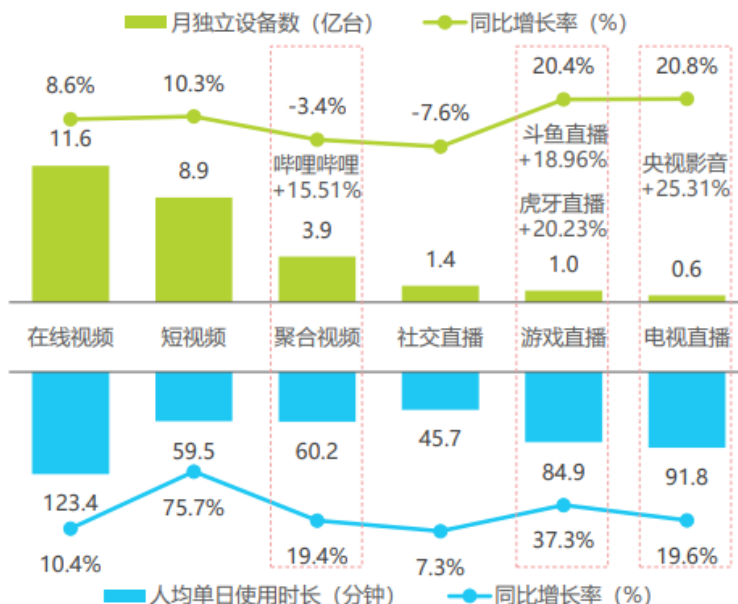
公司名称	剧目名称	拟播放平台
华策影视	下一站是幸福	湖南卫视
	有翡	湖南卫视
新丽传媒	流金岁月	湖南卫视
	精英律师	东方卫视、浙江卫视
光线传媒	新世界	北京卫视、东方卫视
慈文传媒	风暴舞	东方卫视
完美世界	暴风眼	东方卫视、浙江卫视
幸福蓝海	幸福还会来敲门	江苏卫视
	梦在海这边	江苏卫视

数据来源：各电视台招商会 上市公司公告 上海证券研究所

1.4 视频服务使用时长增长明显。

疫情影响下，Q1 视频服务应用的使用时长明显增加，尤其短视频使用时长占比超过手机游戏。在线视频用户数量稳固。同比 2020Q1 和 2019Q1，聚合视频行业中 bilibili 流量增长成绩喜人。

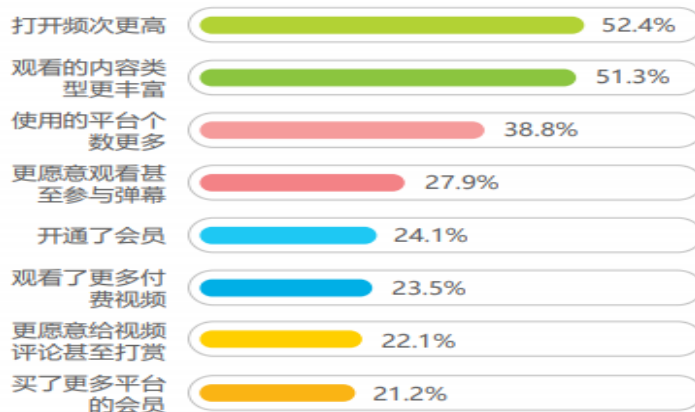
图 6 2020 年 3 月移动视频服务行业用户规模及使用时长情况



数据来源：艾瑞咨询 上海证券研究所

根据艾瑞咨询数据，疫情期间，用户的视频观看行为更加积极，使用粘性提高，打开频次更高且观看类型更丰富；此外，用户的付费行为也有增长。但另一方面，用户使用的平台个数变多。在复工复产后，用户长视频观看指数将逐步回落，甚至略低于 2019 年水平。

图 7 疫情期间用户使用视频平台变化



数据来源：艾瑞咨询 上海证券研究所

长视频平台竞争激烈，优质内容仍是吸引付费会员的主要因素。头部平台依然手握众多高质量的剧集版权，会员独占的收看属性具有聚众和引爆内容的优势。爱奇艺近期正式推出全新会员服务体系“星钻VIP会员”，星钻VIP会员可免费观看爱奇艺超前点播剧集和星钻影院电影内容，此举有助进一步细分用户群体，提高付费会员ARPPU。在许多大剧背后都有视频网站参与投资的影子，2020年优爱腾全年剧集数分别为28部、58部、37部，自制剧比例分别43%、64%、52%。

表 3 2020 年三大网络平台部分重点剧目

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

数据来源：各视频网站 上海证券研究所

1.5 广电 5G 展开多方合作，推动应用加速落地。

2月22日，工业和信息化部召开加快推进5G发展、做好信息通信业复工复产工作电视电话会议。会议明确要加快5G商用步伐，提出从加强统筹协调、加快建设进度、推动融合发展和丰富应用场景四方面推动信息通信业高质量发展。5G设施加速建设，5G应用将加速落地，利好游戏及超高清视频行业。

中国移动、中国广电签署5G共建共享合作框架协议，双方按1:1比例共同投资建设700MHz 5G无线网络，共同所有并有权使用700MHz 5G无线网络资产。广电系今年主要工作就是推动全国有线电视网络整合和5G建设一体化发展、构建智慧广电发展体系等。

二、游戏：手游市场持续高景气，新技术持续推进

2.1 一季度手游市场活跃度及收入双双实现大幅提升

受疫情影响，居家隔离措施的实施导致居民移动互联网使用时长的大幅增长。根据极光大数据显示，2020Q1 移动互联网人均使用时长达 6.7 小时，较去年同期增长 2.4 个小时。受此影响，移动互联网各类 App 的使用时长占比也随之出现变化，其中，短视频受益最为明显，其使用时长占比大幅提升 3.3 个百分点至 21.1%；手机游戏使用时长占比也有着明显提升，用户平均使用时长同比增长 19.8%，占比提升 2.2 个百分点至 9.6%。

手游用户使用时长的增长提升了行业活跃度，也带动了整体市场收入的增长。2020Q1 国内游戏市场实现收入 732.02 亿元，较 2019Q4 环比增长 25.22%；手游市场实现收入 553.70 亿元，环比增长 37.63%，增速较此前出现显著提升；一季度客户端游戏市场实现收入 143.50 亿元，环比减少 1.10%，全国范围内网吧经营场所暂停营业是导致客户端游戏市场小幅萎缩的主要原因。而在海外市场，国产游戏也取得了良好的成绩，实现收入 37.81 亿美元，环比增长 31.19%。

图 8 移动网民各类 App 人均每日使用时长占比

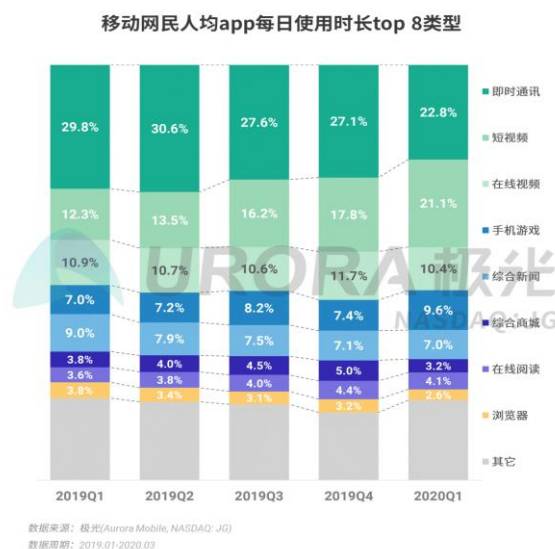
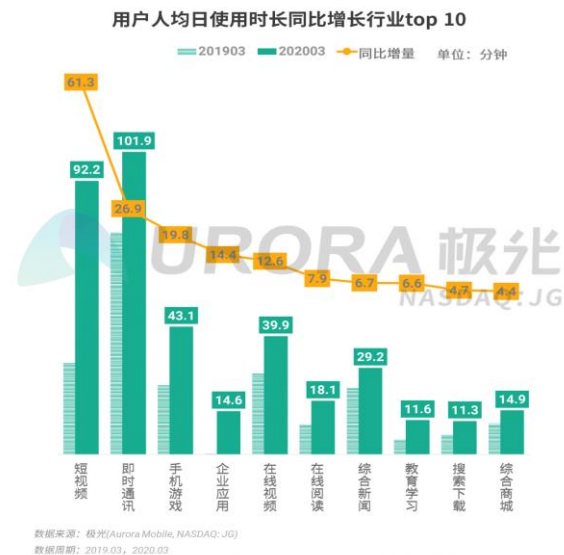


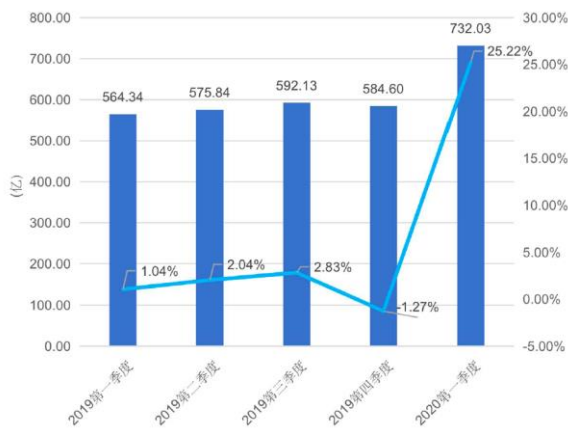
图 9 用户人均日使用时长同比增长率



数据来源：极光大数据 上海证券研究所

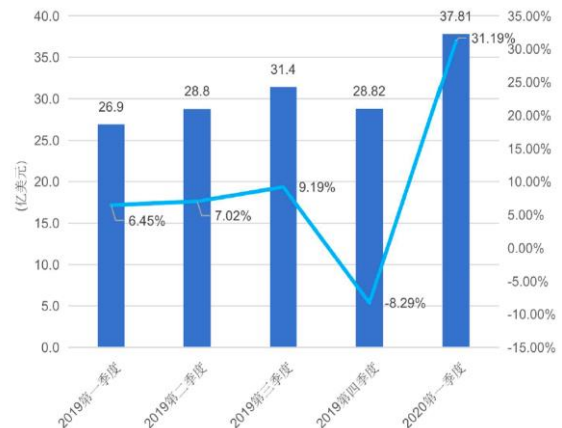
数据来源：极光大数据 上海证券研究所

图 10 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 11 国产游戏海外市场实际销售收入 (亿美元)



数据来源: GPC&IDC 上海证券研究所

图 12 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

图 13 国内客户端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

2.2 游戏行业高景气仍将持续不短的时间

我们认为,上半年乃至 2020 年全年,游戏行业的高景气大概率仍将持续。Sensor Tower 的最新数据显示,中国头部手游厂商 (Top30,统计口径不含国内安卓渠道)在 3 月份实现收入环比增长 14%的基础上,在 4 月份继续维持收入环比上涨 6.7%。以下因素对游戏市场维持高景气有着积极影响:

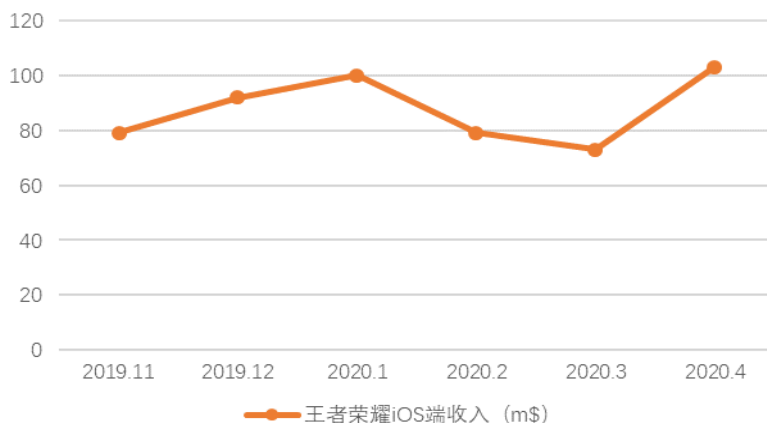
1、新增玩家流失率低,游戏内活动持续刺激付费:

居家抗疫期间游戏行业新玩家数量出现大幅增长,而随着近期企业陆续复工,部分游戏活跃度指标较假期的峰值的确有所回落。但由于此前居家期间较长,新玩家在游戏内投入的时间成本或金钱成本较高,使得大部分新增玩家已经完成了从新玩家到沉淀玩家的转化,此批玩家的流失率相对较低。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收入增量。以国民级手游《王者荣耀》为例,虽然该游戏活跃度

请务必阅读尾页重要声明

的峰值出现在春节期间，但这款游戏单月流水的峰值却出现在4月份（仅计算iOS端，数据来源Sensor Tower）。这主要是因为4月份伴随着《王者荣耀》新赛季的开启，新皮肤、新英雄的集中推出带动了老玩家以及居家期间转化的玩家充值水平的大幅增长所致。

图 14 王者荣耀 iOS 端月流水推测

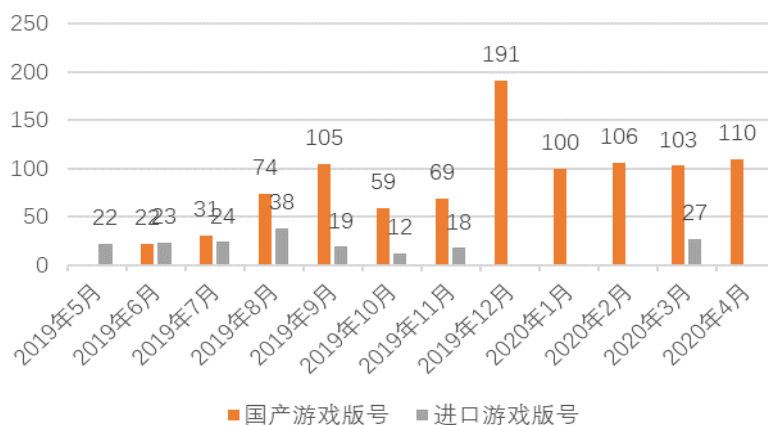


数据来源: Sensor Tower 上海证券研究所

2、新游戏数量恢复正常水平，版号审批工作持续稳定开展：

整个一季度，由于各大游戏厂商尚未全面复工，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。而在4月份，《公主连结》等几款相对重磅游戏的接连推出为游戏市场带来了可观增量。未来，持续不断推出的新游戏也将成为刺激行业增长的坚实动力。在新游戏最重要的前置审批：游戏版号审批方面，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。而今年上半年的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，数量上超出去年的平均水平。版号审批工作的正常开展为后续新游戏的持续推出提供了扫清了障碍，各大游戏公司新产品如期上线的概率大大增加。从今年各大游戏公司公布的产品线也可以看出，计划年内上线的头部重磅游戏频出，诸如腾讯的《DNF 手游》、《英雄联盟手游》，网易的《EVE》、《哈利波特》、《宝可梦大冒险》等游戏，市场对其普遍给予了较高的期望。

图 15 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

3、海外疫情刺激作用分批次体现，游戏出海收入持续增长有望：

根据 Appannie 的研究报告，新冠疫情对于移动 App 使用时长的刺激作用是按照疫情大规模爆发的时间节点分批次陆续实现的。在 2 月下旬这一时间点，国内市场由于新冠疫情爆发较早，使得用户移动 App 日均使用时长增幅达 30%，而第二批受到疫情大规模影响的日本、韩国、意大利等国家，其移动 App 平均使用时长的增长约在 10% 左右。而疫情爆发相对更晚的其余多数国家，其移动 App 使用时长的增量在当时尚不明显。国内游戏厂商在复工后迅速把握海外“居家令”红利，对于海外地区新游戏的上线推广工作给予了高度重视。如世纪华通海外游戏运营主体的 Funplus 在 4 月就成功实现了收入环比增长 11.2%，新游戏《State of Survival》收入创历史新高。其余重视海外市场的 A 股游戏公司也在近期集中上线了一批较为重磅新游戏，上线新游戏数量显著超过往年同期水平。如三七互娱在港台地区上线了《奇蹟 MU:跨時代》；游族网络在日本等国上线了《塞尔之光》；星辉娱乐在日本上线了《苍之纪元》；宝通科技在港台地区上线了《命運的法則》等多款游戏等。

图 16 分地区移动设备日均使用时长



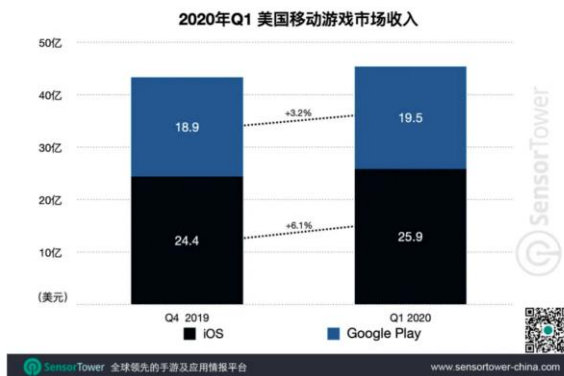
数据来源：Appannie 上海证券研究所

2.3 海外手游市场向好，手游出海公司受益

国产手游在海外的市场占有率近年来逐步提升，国产手游在日本、美国等发达国家已经占有了约 15% 的市场占有率，在韩国、东南亚等地区的市占率更高，整体发展呈现欣欣向荣之势。

2020Q1，美国手游市场实现收入 45.4 亿美元，同比增长 21.4%，环比增长 4.8%，保持较快增长态势。一季度中国手游共有 19 款游戏入围美国手游畅销榜 Top100，合计实现收入 4.87 亿美元，同比增长 15.9%，占 Top100 手游总收入的 16.3%。SLG 游戏仍是国产手游在美国的重点发力方向之一，如《State of Survival》凭借其末日生存的题材与居家抗疫的大环境充分结合，取得了显著的增长。此外，《明日方舟》等硬派二次元风的手游成为了国产二次元手游在美国市场的开拓者。

图 17 2020Q1 美国移动游戏市场收入



数据来源：Sensor Tower 上海证券研究所

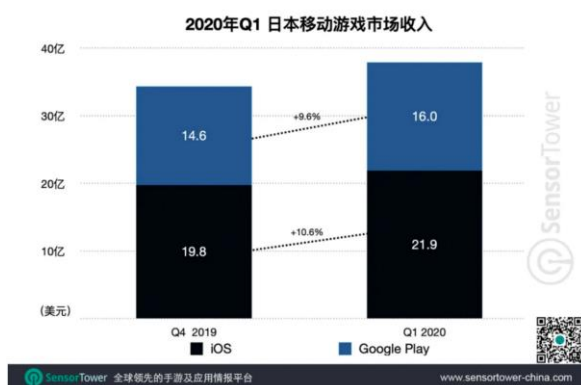
图 18 2020Q1 中国手游在美国收入 Top20 产品



数据来源：Sensor Tower 上海证券研究所

日本手游市场在 2020Q1 实现总收入 37.9 亿美元，环比增长 10.2%，同比基本持平。共有 23 款中国手游入围日本手游畅销榜 Top100，总收入达到 4.88 亿美元，占 Top100 总收入的 17.5%。宫斗类游戏成为了该市场新的看点，三七互娱《日替わり内室》和游族网络《成り上がり-華と武の戦国》收入分别增长 23.8% 和 43.2%。此外，近期腾讯在日本成功发行了《コード：ドラゴンブラッド》（龙族幻想），这款游戏与此前紫龙游戏发行的《风之大陆》共同验证了 MMORPG 游戏在日本也有着广阔的受众空间，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。

图 19 2020Q1 美国移动游戏市场收入



数据来源: Sensor Tower 上海证券研究所

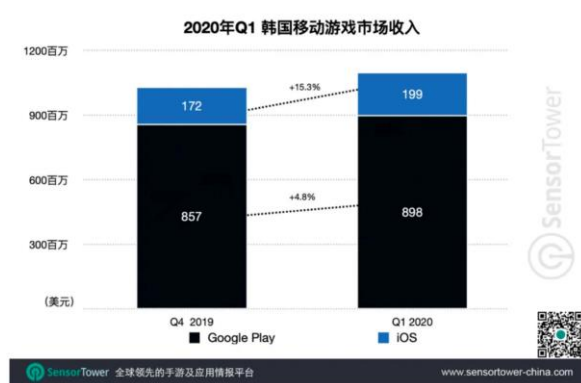
图 20 2020Q1 中国手游在美国收入 Top20 产品



数据来源: Sensor Tower 上海证券研究所

2020Q1 韩国手游市场实现总收入 10.97 亿美元，同比增长 14.9%，环比增长 6.6%。共有 37 款中国手游入围韩国手游畅销榜 Top100，占 Top100 总收入的 28.3%，中国手游在韩的市场占有率较高，畅销游戏的品类也比较丰富。

图 21 2020Q1 美国移动游戏市场收入



数据来源: Sensor Tower 上海证券研究所

图 22 2020Q1 中国手游在美国收入 Top20 产品



数据来源: Sensor Tower 上海证券研究所

东南亚是中国手游厂商进入较早且市占率也较高的地区。2020Q1, 东南亚手游市场整体取得收入 4.8 亿美元，环比增长 3.9%，同比增长 29.1%。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。

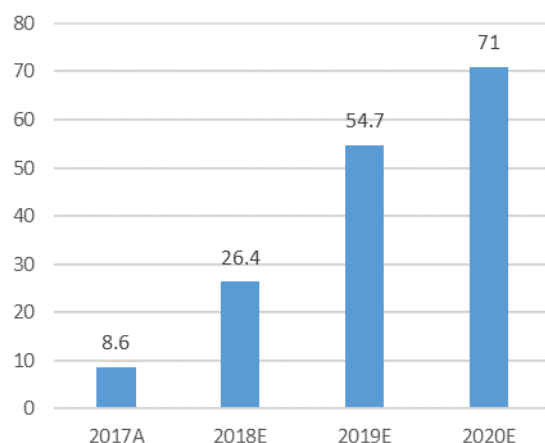
2.4 头条系发力，Ohayoo 成为超休闲游戏最大推手，

2018 年，海外市场超休闲游戏崛起，Voodoo、Ketchapp 等公司推出的超休闲游戏占据了欧美 iOS 下载榜 Top10 的半壁江山。超休

休闲游戏是一种新兴的游戏品类，具备注重玩法创新、上手简单、生命周期较短的特征。绝大多数超休闲游戏采取游戏内广告变现模式，在表现形式及变现模式上与微信小游戏类似，但具备独立 App 包体，且包体很小。游戏内广告变现包括多种常见表现形式，包括被动观看的横幅广告、弹窗广告以及新兴的可主动选择观看的视频激励广告。用户可主动选择观看激励视频，从而换取游戏内奖励。这种模式不会过多地影响用户游戏体验，玩家认可度较高，且变现能力也好于传统广告（eCPM 更高）。激励视频较高的变现能力使得超休闲游戏可以很好地覆盖流量获取成本，这也是近几年超休闲游戏可以通过大批量买量以实现高速发展的主要原因。

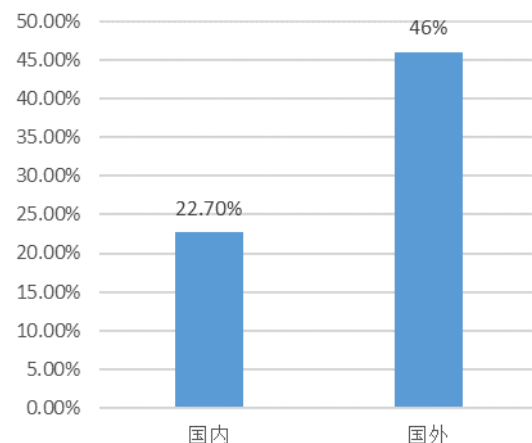
国内超休闲游戏的发展速度略慢于欧美，但追赶势头迅猛。根据伽马数据，2018 年，国内休闲游戏中，通过广告变现的游戏收入仅占该类游戏收入的 22.7%，远低于海外的 46%，但超休闲游戏的发展势头良好，有望在未来的一两年内冲击百亿收入关口。从近期的产品上看，国内超休闲游戏已经开始进入爆发期。2019 年开始已经陆续有不少超休闲游戏冲击 iOS 免费榜榜首的位置，如去年推出的《消灭病毒》、《全民漂移》、2020 年初的《我功夫特牛》等等。此前数度登顶 iOS 免费榜的《小美斗地主》虽然是棋牌类游戏，但在付费模式上同样也采用了激励广告模式。字节跳动是推动国内超休闲游戏发展的主要推手，上述几款游戏都是由字节跳动旗下休闲游戏发行平台 Ohayoo 独家或联合发行的作品，Ohayoo 已经成长为国内超休闲游戏这一细分领域的龙头。总体来看，超休闲游戏的发展空间较大，中长期来看，随着用户获取成本的逐渐上升，拥有强流量运营能力、具备大 IP 或是能够稳定引进海外优质游戏资源的公司将长期受益。

图 23 国内移动休闲游戏广告收入（亿元）



数据来源：伽马数据 上海证券研究所

图 24 国内外移动休闲游戏广告收入占比（预估）

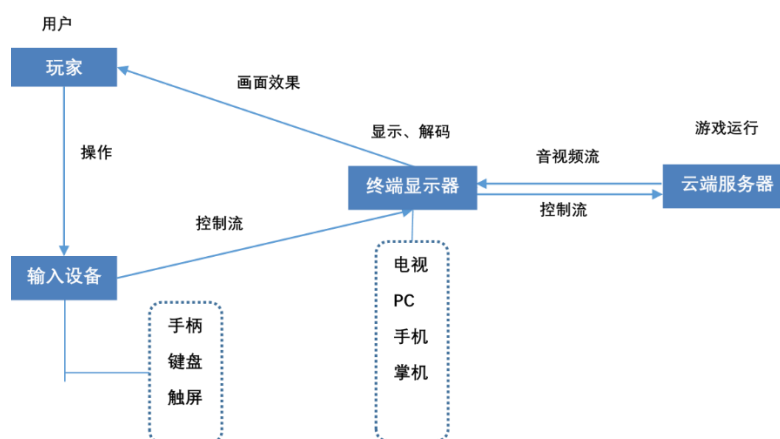


数据来源：伽马数据 上海证券研究所

2.5. 云游戏平台快速推进，内容提供商积极响应

云游戏（Cloud gaming）是一种以云计算为基础的在线游戏方式。在云游戏模式下，游戏的存储、运算、画面渲染等完全在云端服务器上执行，并由云端服务器将渲染完毕后的游戏画面经压缩后，通过网络传递给用户。在云游戏模式下，用户无需事先下载、安装游戏，也无需考虑本地硬件是否具备足够的运算能力，任何一款能够播放在线视频的设备，都可以体验到云游戏的乐趣。

图 25 云游戏运行流程



数据来源：上海证券研究所

云游戏降低了游戏对于硬件的依赖。试想一下，在未来有这样一款 app，它可以运行在你手边的任意一款电子设备，却既不需要你有 too 高的硬件配置，也不需要占用几十个 G 的内存，只需要你能够在稳定的网络环境下流畅地播放视频，你就可以在这个平台上玩手机、PC 乃至主机平台上的任意一款游戏，从 90 年代的经典之作到最新发售的 3A 大作。这，就是云游戏最大的魅力所在。此外，对于 PC、主机游戏而言，云游戏降低了用户的初始硬件购置成本；对于竞技游戏而言，云游戏还杜绝了外挂的存在。这些优点的存在使得游戏行业纷纷看好云游戏的发展前景。

从技术的角度看，云游戏目前仍面临着两重瓶颈，带宽及延时。目前主流的云游戏平台要求 25Mbps 以上的带宽来支持高清云游戏体验，4G 网络环境下只有在较为理想的外部环境下才能达到这一传输速度，而 5G 网络远超 4G 的带宽使得制约云游戏发展的带宽因素不再是问题。而在延时方面，预计 5G 时代下云游戏仍然至少存在 100-150ms 左右的输入延时（从输入到游戏画面变化的时间差），这一延时范围与普通安卓手机玩游戏产生的输入延时相差不大。我们认为，排除电子竞技比赛等极端情况，云游戏在 5G 时代

能够较好地适配各类游戏，包括 FPS 等对画面即时性要求较高的游戏。而云游戏排除外挂的特征可能促使部分游戏厂商将游戏整体上云，从而保证游戏环境的公平性。

海外云游戏布局相对较早，目前开展云游戏服务的公司包括谷歌、微软、英伟达、索尼等产业巨头，其云游戏平台目前已基本进入初步商业化阶段。近期，国内游戏厂商也加快了云游戏平台的推进速度。如网易云游戏平台已经上线了超过 100 款手游以及超过 20 款端游，网易云游戏的跨终端适配表现出色，支持 iOS 及 Android 系统的手机、平板，Windows 及 Mac 系统的电脑以及智能电视等多种平台。网易云游戏平台也承接网易旗下新游戏的试玩，此前网易将新游戏《EVE》的试玩版直接导向网易云游戏平台，在玩家群体里取得了广泛关注。

图 26 EVE 试玩上线网易云游戏



数据来源：网易 EVE 官网 上海证券研究所

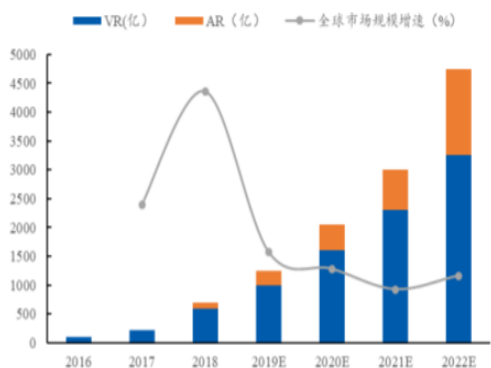
除了作为平台，游戏厂商作为云游戏的内容提供方，在云游戏产业中同样承担了重要的位置。国内多家游戏公司曾在公开场所表态，计划采取合作的方式将自有游戏接入到云游戏服务提供商的产品中去，如网易、游族网络就与华为云游戏达成了合作协议。而腾讯完美世界等旗下拥有 WeGame、Steam 中国等丰富的 PC 游戏内容库的公司，未来在云游戏平台的构建中也将占据重要地位。

2.6 半衰期 Alyx 开启 VR 游戏新世代，未来发展潜力巨大

2018 年全球虚拟现实市场规模超过 700 亿元人民币，同比增长 126%，其中 VR 整体市场超过 600 亿，AR 整体市场超过 100 亿，根据 Greenlight 预测，预计 2020 年全球虚拟（增强）现实产业规模将超过 2000 亿元，其中 VR 市场 1600 亿元，AR 市场 450 亿元。

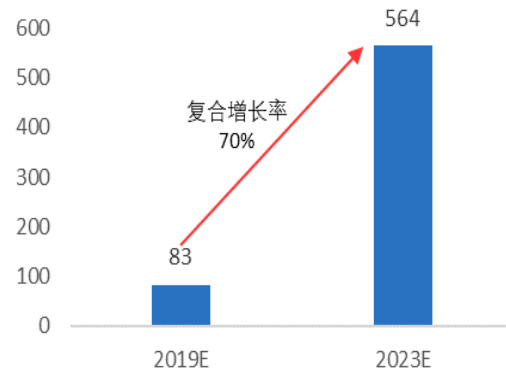
预计未来 5 年全球虚拟（增强）现实产业规模年均复合增长率超过 70%。2018 年中国 VR 产业规模破 100 亿，占全球虚拟（增强）现实产业规模的 14%，硬件收入占比约 70%，软件收入占比 30%。在软件应用层面上，目前 VR/AR 市场贡献的主要来源是游戏。根据 Juniper research 预测，2019 年全球 VR 游戏收入预计 83 亿元。AR 游戏则受益于《Pokemon Go》、《一起来捉妖》等 LBS+轻度 AR 手游的火爆，市场规模或超过 VR 游戏。

图 27 VR/AR 全球市场规模（亿元）



数据来源：虚拟现实白皮书 2018 上海证券研究所

图 28 VR 游戏规模



数据来源：Jupitor Research 上海证券研究所

VR 游戏发展多年仍未迎来爆发主要是因为游戏沉浸感始终未能达标以及伴随而来的晕眩感等不良体验。广角+单眼 4K*2 被认为是可以实现 VR 游戏良好体验的基础。目前，绝大多数 VR 设备都未能达到这一标准。2019 年以后，多家 VR 头戴设备厂商均推出了新一代产品，如 Oculus Quest、VIVE COSMOS 等多款产品的配置较前一代产品有明显提升，但距离上述理论配置要求还有一段差距。此外，沉重的头戴设备以及有线连接不便行动的缺点仍然影响着长时间的游戏体验。5G 时代来临后，短期来看，高清内容的增加有望加速高分辨率 VR 基础设备的普及（VR 眼镜/一体机等）。而长远来看，当 5G 网络建设不断完善，5G 网络的实际速率逐步接近 5G 理论速率，网络稳定性也达到较高水平后，使用 5G 无线网络连接 VR 主机及头戴设备或者直接以云 VR 的模式运行游戏也是有可能的，到了那时，VR 将实现沉浸感及便携性的两全其美，进而有望在多个领域得到广泛应用。

近日发售的 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。

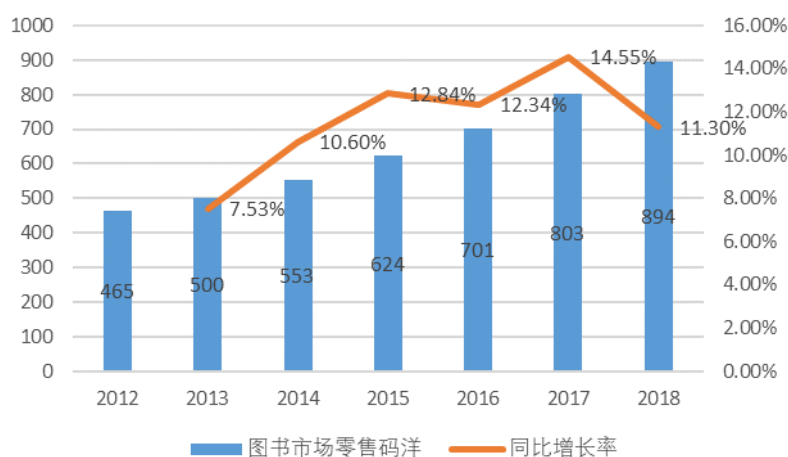
三、出版：疫情下关注线上渠道销售创新

3.1 受疫情影响，一季度线下图书零售市场受重创

2020Q1，图书零售市场销售码洋同比下滑 15.93%。码洋下滑主要是因为受新冠疫情影响，全国多地实体书店关门停业，造成线下图书零售渠道销售码洋同比大幅下滑 54.79%。线下渠道销售码洋的大幅萎缩对出版行业上市公司的业绩带来了显著冲击。2020Q1，A 股近 30 家出版业上市公司中，仅掌阅科技、中文在线、平治信息以及读者传媒实现收入的正增长，而前三者均从事数字出版行业，读者传媒主要经营期刊，受疫情的影响不明显。而其他传统出版公司，尤其是持有线下书店资产的公司均受到了不同程度的冲击。

考虑到疫情到目前仍未完全结束，全国各地根据实际情况还在施行一定的防控措施。而图书的购买一来并非刚需，二来在书店选购图书这一行为比较容易形成长时间人员聚集的情况，因此，我们认为短时间内消费者对于前往线下书店选购图书可能仍存在一定的顾虑。预计实体书店的恢复可能要等到中小学放假后的 7、8 月，短时间内线下书店运营成本压力仍然较大。

图 30 中国图书零售市场码洋规模（亿元）



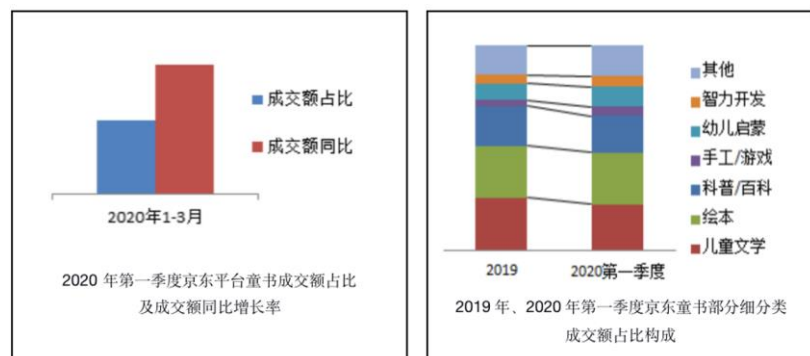
数据来源：北京开卷 上海证券研究所

3.2 童书网店渠道实现逆势增长

与线下相比，线上渠道受疫情的影响相对较小。2020Q1 线上渠道零售码洋同比小幅增长 3.02%，增速较去年同期有所下滑主要是因为物流停运，导致网店在节后发货和后续补货受到一定影响。在 3 月份各大物流公司陆续复工后，线上渠道销售码洋出现显著回升，主要是线下图书购买需求向线上转移所致。

在这一特殊的时期，童书在线上渠道的销售码洋逆势实现了同比接近 20% 的增长。其中，京东童书领涨网店渠道，受益于自有物流，京东自营图书一季度成交码洋和成交额同比增幅均超过 50%。童书线上销售之所以取得如此高的增速，主要是由于疫情期间家长和孩子有着更多相处的机会，从而激发了家长对孩子成长和成长和教育方面的图书购买一需求。童书的购买一般是家长为孩子代购，现场选购的需求不大，而在网店购买更具便捷性。这一特征使得京东图书等平台将童书视为其重点发力领域，已经形成了稳定的供应商及购买群体。叠加近期以直播带货、短视频引流为代表的新兴图书营销方式的兴起，最终共同造就了童书网店渠道销售的逆势增长。

图 31 京东平台童书成交额及增长率



数据来源：京东&开卷研究所 上海证券研究所

3.3 积极探索直播带货与出版业的合作模式

直播带货模式的兴起，使得各大品牌商开始探索与电商直播的合作方式，出版业也不例外。

出版业与头部主播已经有了数次合作。4 月初，新经典出品的《人生海海》出现在薇娅的直播间，在薇娅完成对该书推介后的短短 5 秒内，限购 3 万册的图书便被销售一空。而在此后的“4.23 世界读书日”，出版机构再次与薇娅合作，此次推介的多本图书均取得了超过 3 万册的销量。考虑到年度头部畅销书的销量大致在百万级别，电商直播对于畅销书销量的刺激作用可谓立竿见影。当然，目前出版业与头部主播的合作仍然建立在低价格带动高销量的基础之上。

薇娅推介《人生海海》时采取了 3.5 折的折扣，其余几本图书的折扣也大致在 3-4.5 折左右，折扣力度显著高于网店渠道，再加上与主播的分成，出版商通过直播带货取得的盈利空间十分有限，与电商直播的合作更接近于是一种广告行为。

图 32 薇娅荐书的折扣与销量情况

书名	出品机构	定价	薇娅直播间售价	折扣	销量
《你好！中国》	米莱童书	228.60	79.00	35折	3万+
《我要去故宫》	中信出版集团	268.00	86.00	32折	1万+
《皮囊》	果麦文化	49.80	19.90	40折	3.5万+
《提问》	果麦文化	68.00	29.00	43折	3万+

数据来源：出版商务周报 上海证券研究所

除了与头部主播的合作外，出版公司还开拓了借助作者粉丝直播带货的模式，也取得了一定的成效。新华文轩曾邀请著名童书作家沈石溪（著有《狼王梦》等）在抖音直播售书，单场直播取得了 5500 册签名书+1.2 万册其他图书的销售成绩，是目前出版业内部直播营销的最好记录。目前，有多家出版商已经开通了在抖音、快手等平台的直播账号。如掌阅科技在抖音的直播账号粉丝数已经高达三百余万人，在特定时间段持续直播推书的活动。目前，直播带货已经逐渐成为出版业图书营销的新潮流，未来有望通过直播提升图书的销售效率，培养读者的阅读习惯，最终扩大行业的市场规模。

图 33 掌阅读书抖音号



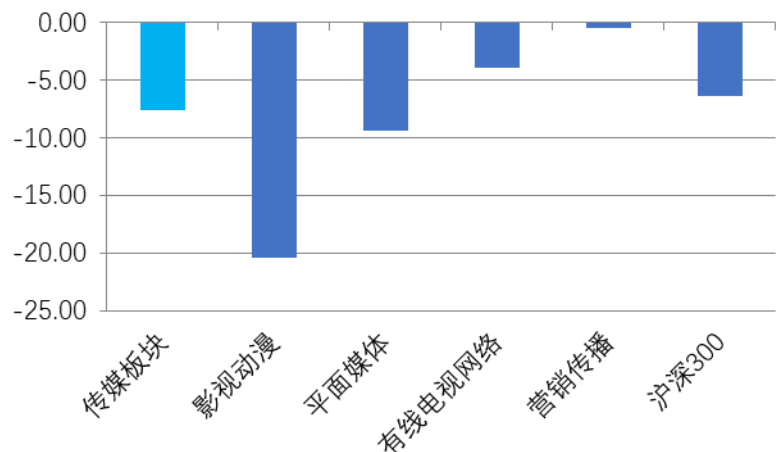
数据来源：抖音 上海证券研究所

四、行业表现及估值

4.1 年初至今板块表现差于沪深 300 指数。

截止到 5 月 26 日，传媒板块整体下跌幅度为 7.63%，各子板块中，影视动漫、平面媒体、有线网络、营销传播分别下跌 20.46%、9.42%、3.92%、0.43%，传媒板块整体表现好差沪深 300 指数，同期沪深 300 指数下跌 6.39%。

图 34 2020 年初至今传媒板块表现落后于沪深 300 指数 (%)



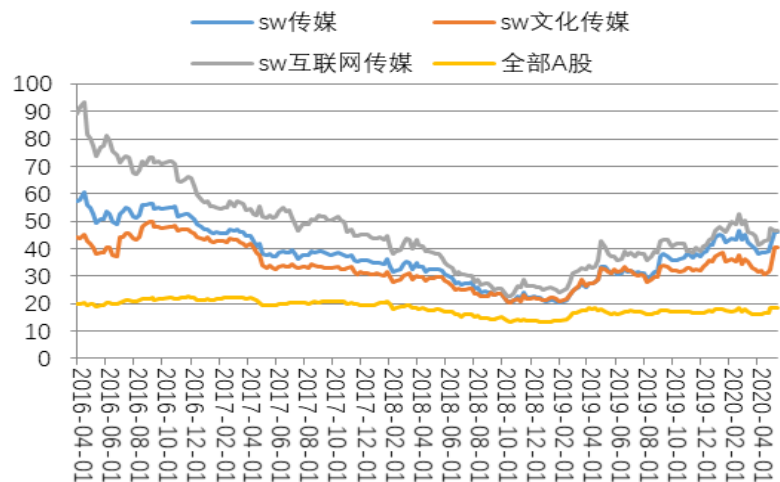
数据来源: Wind 上海证券研究所

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 44.95 倍，板块估值较去年有所提升，板块估值回复到 2017 年初水平，处于近五年来中位偏高水平。其中，sw 文化传媒板块与 sw 互联网传媒板块的估值分别为 40.24 倍、44.59 倍，均处于历史中位。

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 2.48 倍，处于近三年来高位，前一低点出现在 2019 年 2 月的 1.45 倍。从相对估值水平看，过去一年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

东方明珠: 公司是国企传媒龙头企业, 在数字营销、游戏、电视购物、文化旅游等各项系统组成部分均已在细分领域取得相对领先优势。我们预测 2020-2021 年公司每股收益为 0.50 元和 0.60 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, 虽然短期受疫情影响无法开展经营, 但是公司有望加速布局, 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 0.07 元和 0.63 元, 维持“谨慎增持”评级。

吉比特: 公司作为游戏研发及运营企业, 旗下雷霆游戏运营平台目前运营了《问道手游》、《地下城堡》、《不思议迷宫》、《地下城堡 2》、《贪婪洞窟》、《长生劫》等多款移动游戏, 现有游戏保持了较高的运营效率。其他储备游戏项目将陆续推出。我们预测吉比特 2020-2021 年公司每股收益为 14.26 和 16.70 元, 维持“增持”评级。

完美世界: 公司影视与游戏业务并行。手游业务受益于《完美世界》、《新笑傲江湖》等游戏的突出表现实现良好增长。影视业务随着监管力度放缓有望回暖。公司未来影视、游戏业务储备丰富。我们预测公司 2020-2021 年每股收益分别为 1.84 元、2.08 元, 维持“增持”评级。

宝通科技: 公司专注于手游出海。在东南亚、韩国等地区具备较强的本土化发行能力。今年开拓全球化发行业务, 业务稳步推进。2020 年公司在日本、欧美、港澳台、东南亚、韩国等地区产品储备丰富, 将上线《剑侠情缘 2》、《食物语》、《笑傲江湖》等数十余款产品。

预计公司 2020-2021 年每股 EPS 分别为 1.01 元、1.28 元，维持“增持”评级。

新经典：公司已经剥离了线下销售渠道，且公司畅销书目收入占比比较高，得益于线上渠道的头部效应，或将成为在疫情影响下业绩相对更好的大众出版公司之一。公已经积累了数量庞大的“畅销且长销”的作品库，且有能力持续不断地打造新的畅销书目，可持续发展能力强。预计 2020-2021 年每股 EPS 分别为 1.89 元、2.16 元，维持“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. 出版业复苏慢于预期

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 5\%$
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。