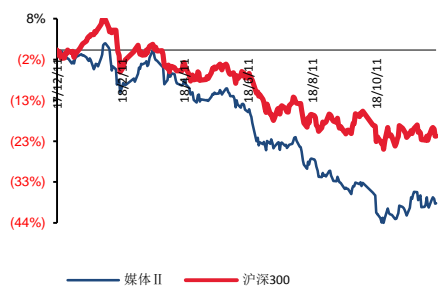


可选消费 媒体 II

2019 年传媒行业投资策略——知识产权保护与付费是最佳赛道

■ 走势比较



■ 子行业评级

核心逻辑

知识产权保护与付费是长期成长赛道。

目前整个传媒行业受到政策监管力度不断加强，但加大知识产权保护是目前以及未来我国的持续发展方向，知识产权的付费与深度商业化获利符合国家政策导向与产业升级方向。在此背景下，大批影视、图片、文学、音乐等版权运营与服务的公司业务规模也将快速扩张，行业龙头地位逐渐显现。传统的传媒内容公司商业模式也得以由一次性售卖逐步转向对内容的深度挖掘和长线开发，版权运用的深度、广度与效率大幅提高，促进了版权内容生产与传媒产业的良性发展。整个传媒板块，将沿着这条主线回归到，以具有优秀研发、创作或服务能力的细分龙头公司为主导的产业升级与工业化中。

游戏行业继续整合，寻找确定性投资机会。

由于版号暂停，2018 年游戏行业整体增速放缓，但综合看来，政策限制聚焦于防止青少年的沉迷方向，并未以游戏本身作为整治对象，因此预计 2019 年版号审批的恢复有助于行业短期的爆发。长期看，技术驱动将成为未来游戏行业增长的主要动力，目前 A 股大部分游戏公司都处于合理的估值范围之内。

影视行业监管加强，短期风险提升。

影视内容行业由于政策监管加强，影视公司的内容生产，及合作明星的风险均明显提升。为规避风险，审慎的生产合作+观望，成了目前影视公司的主流做法，因此即便不触碰红线，也会限制影视公司的内容创作、降低产量，影响后续业绩增长。因此短期内影视内容公司边际恶化，风险提升明确。长期看，相关政策将提高企业经营成本，促使市场出清，利好行业龙头，有利于行业整体工业化升级。

投资策略与重点公司。

关注受益于只是产权付费，且获客与盈利模式均已明确的公司，如视觉中国（000618）和捷成股份（300182）；关注业绩确定性高以及精品研发类游戏公司，如完美世界（002624）；关注具有一定议价能力的细分行的绝对龙头公司，如元隆雅图（002878）。

风险提示。政策监管趋严及经济下行带来的短期负面影响。

证券分析师：倪爽

电话：010-88321715

E-MAIL: nishuang@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190511030005

证券分析师：戚志圣

电话：13651997419

E-MAIL: qizsh@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517100002

联系人：李婉云

E-MAIL: liwy@tpyzq.com

目录

一、 版权服务与付费：产期成长赛道	4
(一) 知识产权保护符合国家发展方向	4
(二) 我国版权付费市场快速增长	5
(三) 知识产权保助传媒产业工业化	8
二、 游戏行业：行业继续整合，寻找确定性投资机会	9
(一) 游戏行业整体增速放缓	9
(二) 版号恢复将形成短期刺激	11
(三) 长期主要靠新技术驱动	12
三、 广告行业：行业持续结构性调整	15
(一) 数字化持续重构广告业，移动化、视频化大势已成	15
(二) 信息流广告快速崛起，内容营销将成行业重要增长点	16
四、 影视行业：监管趋严，短期风险提升	19
(一) 政策监管趋严	19
(二) 影视公司短期生产风险提升	20
五、 投资策略与重点公司	21
(一) 投资策略：知识产权与付费是最优赛道	21
(二) 重点公司	21

图表目录

图 1: 近期知识产权相关政策与事件	4
图 2: 中国在线视频付费规模 (单位: 亿元)	6
图 3: 中国视频付费用户规模 (万人次)	6
图 4: 我国数字阅读市场规模 (单位: 亿元)	6
图 5: 我国付费阅读用户数 (单位: 亿人)	6
图 6: 腾讯音乐收入规模 (单位: 亿元)	7
图 7: 腾讯音乐利润规模 (单位: 亿元)	7
图 8: 2017 年 10 月-2018 年 10 月手游行业渗透率及用户规模	9
图 9: 2017 年 10 月-2018 年 10 月手游行业月均 DAU (单位: 亿元)	9
图 10: IOS 日畅销榜 TOP200 游戏情况	10
图 11: 流水 TOP50 中新游流水及占比情况	10
图 12: 国内游戏产业规模 (单位: 百万元)	10
图 13: 2017-2018 国产网络游戏审批数据	11
图 14: 云游戏的基本架构	13
图 15: 游戏 STEAM LINK 手机效果截图	14
图 16: 游戏 PC 效果截图	14
图 17: 全球数字广告市场规模及占比 (单位: 十亿美元)	15
图 18: 全球各类数字广告形式增速变化	15
图 19: 中国将成为前五大数字广告国家中增长最快的国家	16
图 20: 社交广告持续成为原生广告最主要表现形式	16
图 21: 2014 年-2020 年中国信息流广告市场规模及预测 (单位: 亿元)	17
图 22: 2016 年-2020 年中国短视频营销市场规模及预测 (单位: 亿元)	17

一、版权服务与付费：产期成长赛道

(一) 知识产权保护符合国家发展方向

12月4日，发改委等38个部委印发《关于对知识产权（专利）领域严重失信主体开展联合惩戒的合作备忘录》的通知。其中，针对知识产权（专利）领域严重失信主体，将开展跨部门联合惩戒措施。

无论是十三五规划，还是习主席在博鳌论坛等多次讲话，亦或者近期中美贸易战的核心焦点之一，都显示出加大知识产权保护是目前以及未来我国持续发展的必要一环。

图 1：近期知识产权相关政策与事件

时间	名称	主要内容
2016.04	《涉及网络知识产权案件审理指南》	对涉及网络著作权中的热点、难点问题进行详尽规定，重点针对权利人和网络服务提供者举证证明责任的分配、网络服务提供者行为性质的认定等六大类问题进行了规定，加强了对司法实践的指引。
2016.04	《2016 年全国打击侵犯知识产权和制售假冒伪劣商品工作要点》	着力打击网上销售假冒伪劣商品和网络侵权盗版行为，加强互联网领域侵权假冒治理
2016.06	《2016 年深入实施国家知识产权战略加快建设知识产权强国推进计划》	突出对网络（手机）文学、音乐、影视、游戏、动漫、软件等领域的专项整治，加强对 APP、网络云存储空间、微博、微信等新型传播方式的版权监督
2016.06	《移动互联网应用程序信息服务管理规定》	明确要求移动互联网应用程序提供者和互联网应用商店服务提供者应依法严格履行相关义务和管理责任，尊重和保护知识产权。
2016.11	《关于完善产权保护制度依法保护产权的意见》	加大知识产权侵权行为惩治力度，提高知识产权侵权法定赔偿上限，探索建立对专利权、著作权等知识产权侵权惩罚性赔偿制度，将故意侵犯知识产权行为情况纳入企业和个人信用记录。
2016.11	《电影产业促进法》	对电影知识产权保护相关问题予以法律法规，明确规定与电影有关的知识产权受法律保护，任何组织和个人不得侵犯，同时对涉及信息网络传播的公映电影进行规范。
2016.11	《关于加强网络文学作品版权管理的通知》	规定了平台服务商在传播作品时的举证责任、侵权后果和判定要素，进一步明确了网络服务商的主体责任和注意义务，为产业实践提供指引和判定标准。
2016.11	《规范软件应用市场版权秩序的通知》	明确了软件应用市场经营者应履行的“未经授权不得提供软件上架、预装和下载服务”等各项法定义务。
2017.01	《“十三五”国家知识产权保护和运用规划》	对全国知识产权工作进行了全面部署，知识产权规划首次列入国家重点专项规划
2017.01	版权局《版权工作“十三五”规划》	指出十三五期间版权的重点工作方向和目标，按照“创新、协调、绿色、开放、共享”的发展理念，推进版权工作理念创新、内容创新、方法创新，不断提高工作水平，加快版权强国建设
2017.07	中国版权协会首次举办图片版权保护专题	讨论图片版权正版化商业化

	研讨会	
2017.09	国家版权局约谈主要网络音乐服务商	要求全面授权，广泛传播音乐作品。
2017.09	国家版权局约谈境内外音乐公司	要求音乐授权公开合理避免授予独家版权。
2017.10	“剑网 2017”专项行动推进会在京举行	坚持以分解任务为工作主线，逐一细化落实新闻、影视、APP、电商平台等重点领域的工作任务。
2017.11	全国版权社会服务工作会议在京召开	全面深刻认识版权社会服务工作在创新型国家和版权强国建设中的地位和作用，要将版权社会服务工作纳入创新型国家和版权强国建设的总体布局中，统一部署，协调推进，不断提升版权社会服务工作水平
2018.02	版权局禁止未经授权通过网络传播中央电视台 2018 年春节联欢晚会相关节目	禁止未经授权通过网络传播中央电视台 2018 年春节联欢晚会相关节目
2018.04	2018 中国网络版权保护大会	时值第 18 个世界知识产权日，国家版权局在北京举办了 2018 中国网络版权保护大会，来自相关政府部门、司法部门、权利人、版权产业界、学术界、法律实务界的代表，围绕“保护创作，推进运用”主题，就网络版权创作、保护和运用开展了广泛研讨。
2018.04	全国知识产权宣传周版权宣传活动	国家版权局拟自 4 月初起集中开展版权宣传活动，并以 2018 年 4 月 20 日至 4 月 26 日为重点宣传时段
2018.07	版权局开展打击网络侵权盗版“剑网 2018”专项行动	以网络侵权多发领域为重点目标，通过集中整治和引导规范，集中整治网络转载、短视频、动漫等领域侵权盗版多发态势，重点规范网络直播、知识分享、有声读物等平台版权传播秩序
2018.10	2018 国际版权论坛	21 世纪版权促进文化创意国际论坛在苏州举行。中外嘉宾一致认为，适应时代变化、加强版权保护，需要各国不断加强交流，携手合作。
2018.11	中国国际进口博览会	约定知识产权保护条款，设立知识产权保护与商事纠纷处理服务中心
2018.11	第四届中国互联网法治大会	国家版权局版权管理司副司长段玉萍针对网络版权法治工作进展提出三点体会：一是我国已经初步形成网络版权法律体系，二是我国网络版权保护工作已取得显著成效，三是要继续完善法律制度，实施严格版权保护，为推进新时代互联网法治化进程做出新贡献。
2018.11	2018（首届）版权强国闵行论坛	论坛以“促创新·兴文化”为主题，相关主管部门负责人、各界专家学者共同探讨版权经济在构建现代化经济体系、促进经济社会向更高质量、更高水平发展方面的推动与引领作用，共话版权强国之路。

资料来源：公开资料整理、太平洋证券

（二）我国版权付费市场快速增长

根据国家版权局网络版权产业研究基地发布《中国网络版权产业发展报告（2018）》显示，当前我国网络版权产业继续保持快速增长趋势，2017年中国网络版权产业的市场规模为6365亿元，较2016年增长27.2%。其中，中国网络版权产业用户付费规模为3184亿元，占比规模突破50%。

2017年，中国网络视频用户付费市场规模为218亿元，同比增长翻番，未来仍会保持高速增长，2018年预计可达到350亿元。而付费人次方面，截止2018

年Q3国内主要视频网站公布的付费用户数，腾讯视频已达到8200万人，爱奇艺达到8070万人，芒果TV达到819万人，优酷预计至少为5000万人以上。由此预计2018年国内视频付费用户数应达到2.4亿人次。

图 2、中国在线视频付费规模（单位：亿元）

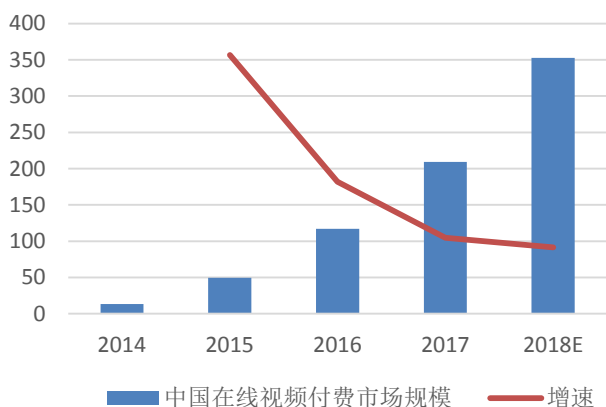
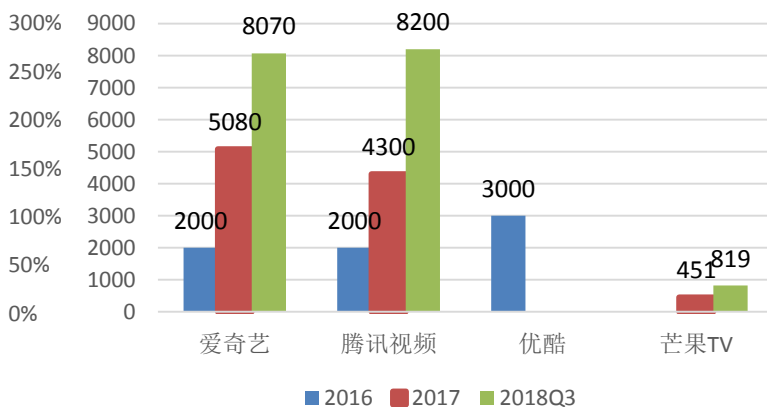


图 3、中国视频付费用户规模（万人次）



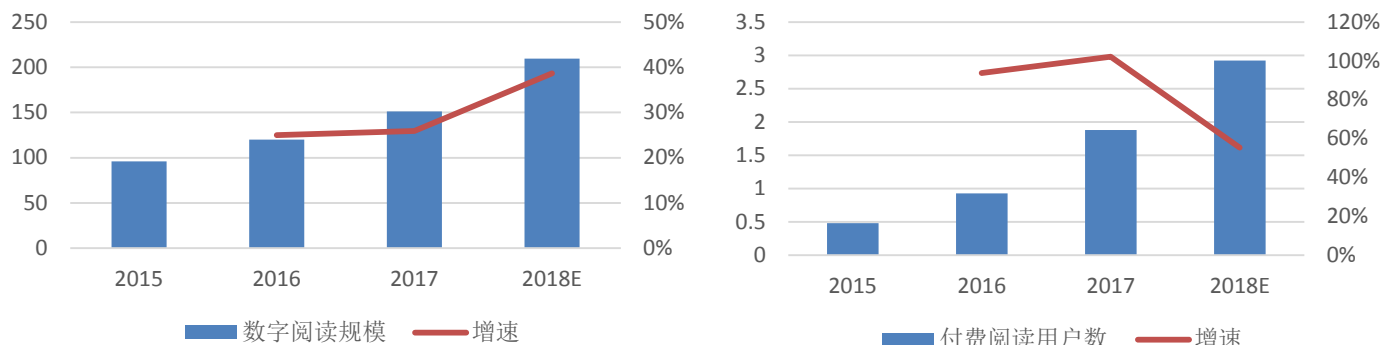
资料来源：《中国互联网络发展状况统计报告》、太平洋证券

资料来源：公司财报、太平洋证券

根据《2017年度中国数字阅读白皮书》显示，2017年中国数字阅读市场规模已经达到了152亿，以音频为主要传播载体的知识付费服务发展迅猛，成为行业增长亮点。用户方面，截至2018年6月，网络文学用户规模达到4.06亿人，较去年末增长2820万人，占网民总体的50.6%；手机网络文学用户规模为3.81亿人，较去年末增加3,713万人，占手机网民的48.3%。用户愿意为电子书付费的意愿从2016年的60.3%上升到2017年的63.8%，其中2017年愿意为单本电子书支付的平均金额为13.6元，相较于2016年的8.9元增长了52.8%。根据智研咨询数据显示，到2018年付费阅读用户规模将达到2.92亿

图 4、我国数字阅读市场规模（单位：亿元）

图 5、我国付费阅读用户数（单位：亿人）



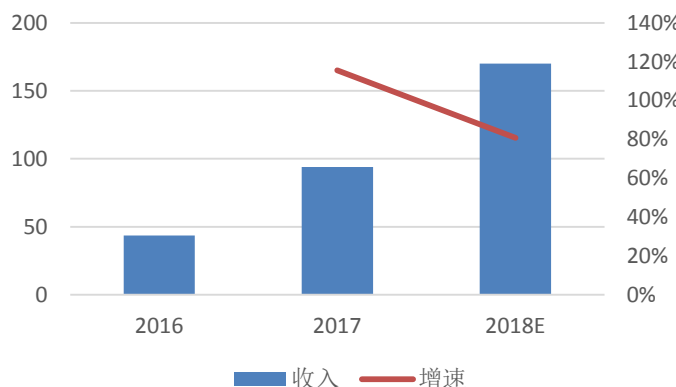
资料来源：《中国网络版权产业发展报告（2018）》、太平洋证券

资料来源：智研咨询、太平洋证券

2017年底，我国网络音乐市场规模达175亿元，同比增长22%；用户规模达到5.8亿人，同比增长18%。根据国际唱片工业协会数据显示，中国数字音乐市场曾存在严重的盗版问题，不过，今年发布的最新的报告指出，96%的中国音乐消费者欣赏的是正版音乐。

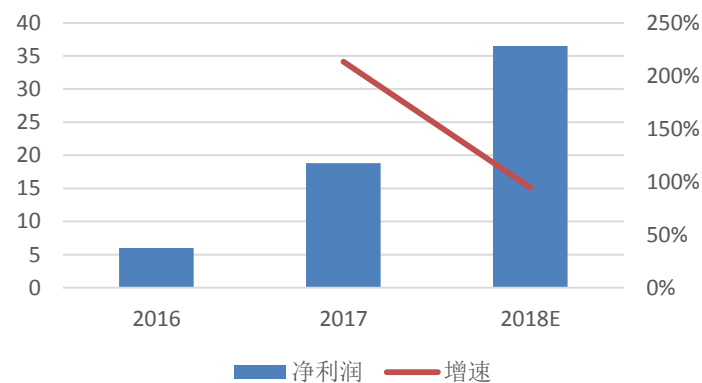
12月3日，腾讯音乐向美国证交会递交了更新后的招股书，每ADS发行价区间定为13至15美元，拟发行8200万股美国存托股票(ADS)，最高募集资金12.3亿美元。一旦成功，腾讯音乐估值将高达220亿至250亿美元，约合1520亿至1730亿人民币。据悉，12月12日腾讯音乐将正式在纽约证券交易所挂牌。

图 6、腾讯音乐收入规模 (单位: 亿元)



资料来源：公司财报、太平洋证券

图 7、腾讯音乐利润规模 (单位: 亿元)



资料来源：公司财报、太平洋证券

腾讯音乐业务2016年收入近43亿元，净利润近6亿元；2017年收入超过94亿元，净利润超过18.8亿元；预计2018年收入将超过170亿元，净利润达到36.5亿元。截至

2018年6月30日，腾讯音乐总月活用户数超过8亿，用户日均使用时长超过70分钟，已与全球200多家唱片公司达成版权合作，包括环球、索尼、华纳等三大国际唱片公司，音乐曲库数量超1700万首，占整体版权音乐的90%以上。

此外，我国在线音频、图片、字体等产业也都有高速发展。

（三）知识产权保助传媒产业工业化

传媒公司的产品，无论电影、电视、游戏、文学、广告等都具有很强的消费性与创意性。就像优质的工业产品经过前期复杂的研发、设计，之后必须在知识产权的保护下才能商业化生产获得利润一样，传媒产品更需要知识产权的保护，才能使创作者或者传媒公司的“生产”无后顾之忧，并实现进一步衍生的商业开发。

众所周知，2015年被称作“IP的元年”，大量的文学、影、视、游、漫作品被跨界改编，并陆续与大家见面。按理说这本该是传媒板块狂欢的盛宴，却成了向下的拐点，以申万传媒指数为例，2015年6月5日的最高点2674.81点至今年10月19日的最低点528.02点，竟最高跌去超过80%！排除市场整体调整的因素，截止最近一个交易日12月7日，传媒板块三年也以-66.46%的跌幅高居榜首，甚至超过第二名的“综合”板块十几个点。正是由于当时知识产权保护仍很不完善，IP的衍生开发也缺少系统的方法，最终导致“IP元年”畸形的变成了“流量元年”，传媒公司非但没能从IP中获得商业利润，反而为IP背后潜在的“流量”支付了高额的成本，大幅提高了企业经营与管理的风险，与此同时也伴随着传媒公司的高价、跨行并购重组，以及后续的业绩不达标与商誉减值等问题。

随着知识产权保护意识的不断提升，我国版权市场规模与用户付费规模不断扩大，大批影视、图片、文学、音乐等版权运营与服务的公司业务规模也将快速扩张，行业龙头地位逐渐显现。传统的传媒内容公司商业模式也得以由一次性售卖逐步转向对内容的深度挖掘和长线开发，版权运用的深度、广度与效率大幅提高，促进了版权内容生产与传媒产业的良性发展。整个传媒板块，将沿着这条主线回归到，以具有优秀研发、创作或服务能力的细分龙头公司为主导的产业升级与工业化中。

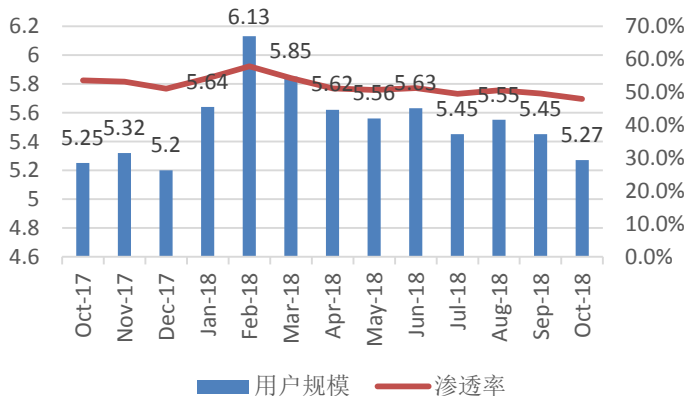
二、游戏行业：行业继续整合，寻找确定性投资机会

(一) 游戏行业整体增速放缓

近年来国内游戏产业，尤其是手机游戏的销售额迅速增长。特别是2012-2014年期间，国内游戏产业规模的每年都以超过35%的增长率飞速增长，在2015年，增长率也达到了25%以上。国内游戏产业规模从2011年的446.39亿元人民币增长到2017年的2020.54亿人民币。虽然在2016年，游戏行业的增速下降到18.72%，不过在2017年因为腾讯旗下《王者荣耀》的强势表现，增速又重新回到了24.1%。

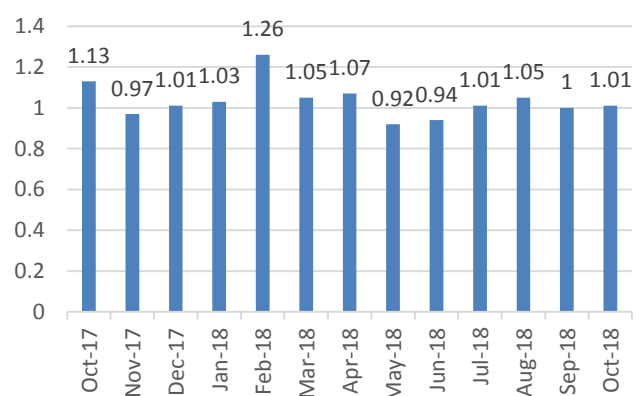
然而在整个2018年，手游市场进入了冰冻期，国内的生存讯号减弱了不少。首先是版号审批冻结带来的新品供血不足，行业的不景气也导致了游戏股价降至冰点、游戏公司资本运作寥寥无几。从整体市场大盘来看，自春节期间迎来一波小高潮之后，手游行业渗透率以及用户规模几乎处于逐月下滑的态势，仅在暑期拉回了一些用户注意力。截至2018年10月最后一周，国内手游市场渗透率达到47.9%，相比2月份渗透率达到57.8%下降了近10个百分点。而在用户规模方面，国内手游用户也从2月份的6.13亿下滑至5.27亿。而月均DAU也同样走低，从2018年2月份峰值的1.26亿下滑至1.01亿。渗透率、用户规模和月均DAU均呈现出波动下降的态势，展现出流量和用户规模都触顶的现象。

图 8、2017年10月-2018年10月手游行业渗透率及用户规模



资料来源：极光大数据、太平洋证券

图 9、2017年10月-2018年10月手游行业月均DAU (单位：亿元)



资料来源：极光大数据、太平洋证券

虽然今年第三季度游戏行业收入同比增长16.6%，但进入10月以后，市场迎来了

2018年最低谷，新游数量和收入出现双低，一向坚挺的传奇类买量效果也出现了下降。2018年10月，进入过iOS日畅销榜TOP200的产品一共有290款，其中新游为14款，剔除春节期间的特殊排期原因，10月会是年内榜单最固化，新游最少的一个月。与此同时，10月新游收入也不乐观。2018年10月手游收入榜TOP20当中，只有《红警OL》一款新游。并且，《红警OL》收入数据并不是太亮眼，在20款产品中排名第8。而从整个流水收入贡献占比来看，10月新游表现也较为弱势，如TOP50产品当中8月新游收入贡献了15亿，占比11.4%；9月新游贡献6.1亿，占比4.7%；10月新游贡献收入进一步降低，只有4.1亿，占比3.6%。2018年第四季度行业景气度下降的原因还有买量市场的萎缩，如广告投放TOP20游戏，10月投放数量为11338，这个数字环比下降了25.3%，更为关键的是，一向是买量市场的头羊“传奇”类产品，买量效果也在下降。除了没产品没资金以外，买量投放力度下滑的原因和市场回归理智有很大的联系。如果说早期流量来自渠道推荐，中期来自买量投放，那么成熟期必然来自产品品质本身。

图 10、IOS日畅销榜TOP200游戏情况

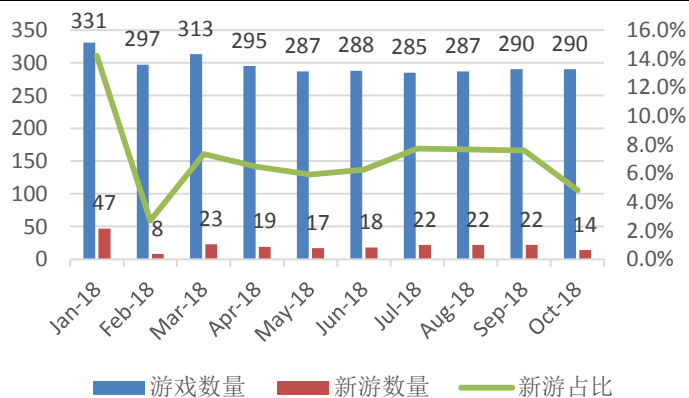
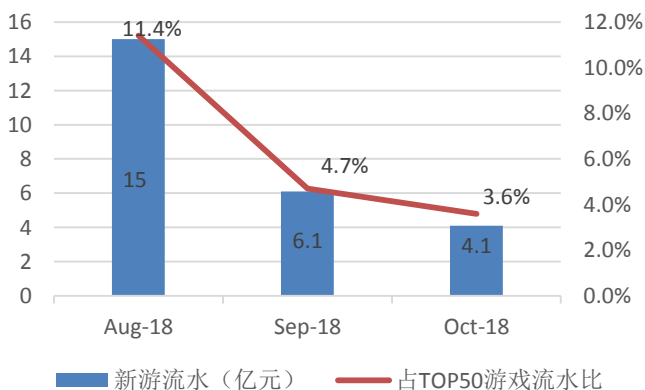


图 11、流水TOP50中新游流水及占比情况

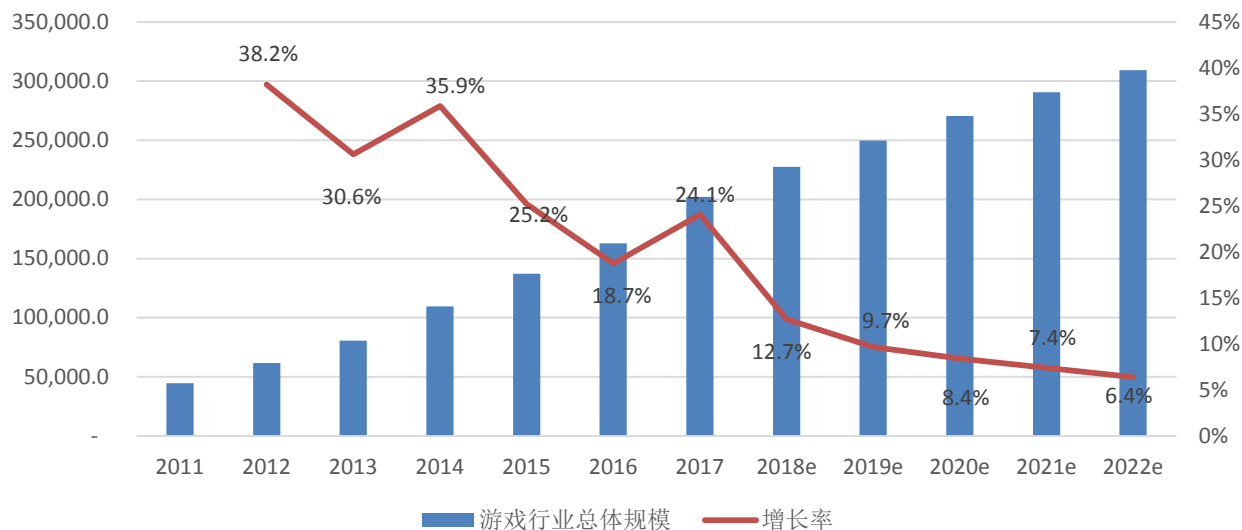


资料来源：伽马数据、太平洋证券

资料来源：伽马数据、太平洋证券

我们预测未来5年国内游戏行业将保持CAGR 8.89%的增速。在2022年，中国游戏市场的总体规模将达到3092.97亿元人民币。目前国内游戏产业总规模已经居于世界前列，人均消费量也有较大的增长，在手机游戏领域，中国玩家的ARPU值已经超过美国、英国等发达地区，仅次于日本，提升空间也比较有限。

图 12、国内游戏产业规模（单位：百万元）

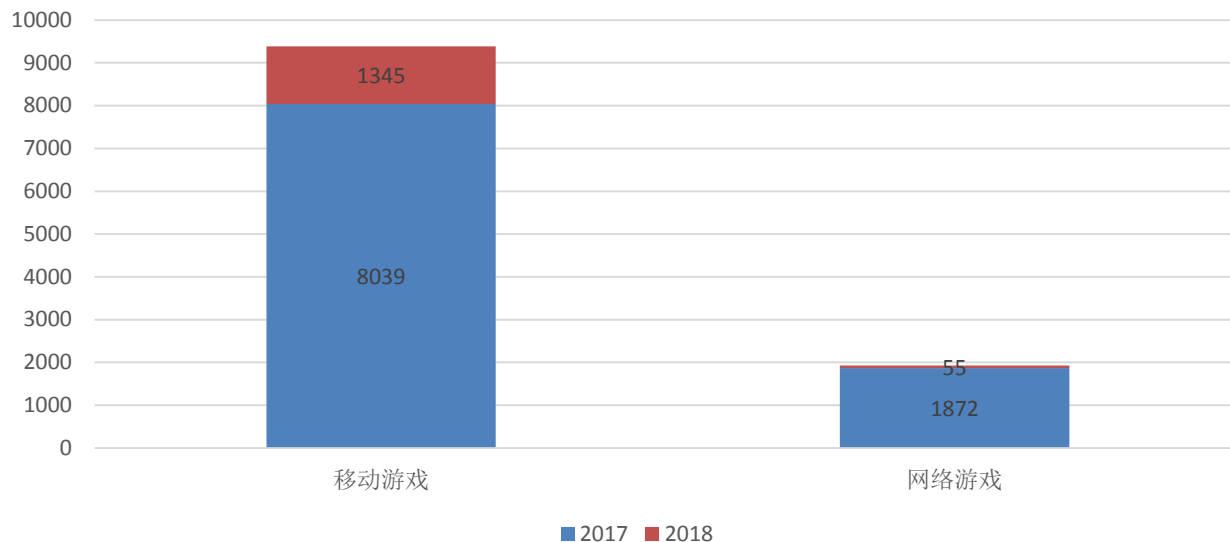


资料来源：太平洋证券

（二）版号恢复将形成短期刺激

2018年4月至10月底，没有一款国产网络游戏审批通过公示。截至2018年10月底，经审批通过的国产网络游戏数量仅为2017年的20.5%，移动类国产网络游戏数量仅为2017年的23.3%。虽然目前仍有部分已经拿到版号的新游戏上线，但随着时间的推移，这些“余粮”也所剩不多。长达7个多月的审批停止，除了行业内焦虑之外、行业外的投资者和公众也逐步注意到了版号审批停止对游戏业的重大影响。这几个月来，行业内此起彼伏出现了很多版号恢复传闻，但业内人士都亲身体验了数回“传闻连续破产”的尴尬，目前市场的普遍预期版号将在2019年1季度正式恢复。最近官媒、央视连续大篇幅报道游戏产品，同时文化和旅游部也发布相关涉及游戏业的定调信息，基于过往经验这是新监管政策预热的征兆，这些报道中一直在反复强调对未成年人的保护，可以理解为此将会是新监管政策调整中的重点。

图 13、2017-2018国产网络游戏审批数据



资料来源：太平洋证券

由于版号审批的停止，2018年游戏市场的供给明显不足，也间接的导致了用户的需求被压制。而版号的恢复将使得扭曲的需求得到恢复，甚至报复性的反弹，同时也是对明年游戏市场增速的保证。游戏版号审批的恢复会在短期内刺激整个市场，不过长期看，版号总量的控制会对整个游戏行业造成一定的负面影响。游戏作为可选消费品，产品的内容质量直接影响到整个行业的前景，版号的总量控制无形中加大了小开发者的运营成本，同时也会趋势大开发者趋于保守，不利于创新，降低了创新型产品出现在市场的可能性。游戏市场真正最理想的状态是让市场和用户自己做出选择，自然的优胜劣汰。

（三）长期主要靠新技术驱动

打开行业空间天花板，是所有行业在进入成熟期后都需要面对的问题。打开行业空间天花板主要有三种方式，1) 挖掘额外的新用户，发展海外市场就是典型案例。2) 技术创新，目前游戏行业的技术创新主要还是以摩尔定律（硬件提升画质升级）作为第一生产力来拉动玩家消费。3) 商业模式的创新，手机游戏采取的F2P+游戏内微交易的商业模式便是相比于传统模式的创新。

由于国内流量红利的枯竭以及商业模式短期无法突破，国内游戏行业只能依靠技术创新打开行业空间的天花板。而最有可能短期内落地的新技术无疑是云游戏。

云游戏主要由Play Anywhere概念引申而来。最早提出Play Anywhere概念的公司

是任天堂。早在1989年，由任天堂的早期成员横井军平主导开发和设计的Gameboy面世。目的就是占据玩家的碎片化时间，可以让玩家在任何地方都可以玩任天堂旗下的游戏。任天堂最新的主机Nintendo Switch依然延续着这个思想，Nintendo Switch的特点之一就是包括了随时随地进行游戏。SONY的Playstation Now则是对云游戏的一种尝试，玩家可以在Playstation 4 上畅玩600多款Playstation 3的游戏。

目前被市场普遍认知的云游戏方案是视频（或像素）流传输。视频流传输技术使图形处理与数据运算能力相对有限的轻端设备（thin client）能运行高品质游戏。在此场景下，游戏并不在玩家游戏终端运行，而是在云端服务器中存储，执行和呈现，并由云端服务器将游戏场景渲染为视频音频流，视频结果通过互联网直接流式传输到消费者的游戏终端。玩家游戏终端无需拥有强大的图形运算与数据处理能力，仅需拥有基本的流媒体播放能力与获取玩家输入指令并发送给云端服务器的能力即可。

图 14、云游戏的基本架构



资料来源：公开资料、太平洋证券

推出“云游戏”服务的不仅仅是Sony，英伟达在2017年也推出了Geforce Now服务。原理和Sony的PlayStation Now一致，主要服务于PC和Mac。Geforce Now支持玩家在Windows PC和Mac电脑上进行串流游戏。根据英伟达公司介绍，玩家可以支付20

美元购买20小时GTX 1060的服务，或是10小时GTX 1080的服务。不过该服务非常受限于网络带宽环境，带宽连接速度至少需要25 Mbps，想要较好的游戏体验，建议至少50 Mbps带宽连接速度。

云游戏的关键优势是可以消除对昂贵的终端设备的需求（包括PC、主机以及移动端智能设备），这是限制游戏玩家基础的主要问题。云游戏还可以增强玩家体验，使消费者能够在设备之间无缝传输游戏。目前限制云游戏的依然是网络问题。暂时还不清楚云游戏未来的分销模式，因为游戏可能由 1) 微软和索尼通过游戏机和/或他们自己的云服务提供；2) 亚马逊或谷歌等科技公司；3) 游戏发行商。

图 15、游戏steam link手机效果截图



资料来源：公开信息、太平洋证券

图 16、游戏PC效果截图



资料来源：公开信息、太平洋证券

三、广告行业：行业持续结构性调整

(一) 数字化持续重构广告业，移动化、视频化大势已成

1、数字广告市场规模持续增长，增速有所放缓

广告作为媒体最主要的变现途径，其主要形式也是跟随媒体资源而变：从早期的报刊杂志广告到后来的电视广告，而随着媒体资源持续向互联网巨头集中，数字化持续重构广告业。根据Magna预测，2018年全球广告花费有望增长6%，大部分新增的广告花费会持续流入到在线数字和移动广告，数字营销市场规模将保持稳定增长，但增速会有所放缓。根据eMarketer最新数据，2018年全球数字广告市场规模将达2732亿美元，同比增长17.7%，未来5年行业增速将持续放缓，到2022年行业规模将达4273亿美元。同时，数字广告份额将稳步提升，到2022年将达53.9%。尽管各类细分数字广告增速都将持续放缓，但在线视频广告和社交媒体广告的增速仍将持续高于其他类型，但差距将缩小。

图 17、全球数字广告市场规模及占比（单位：十亿美元）

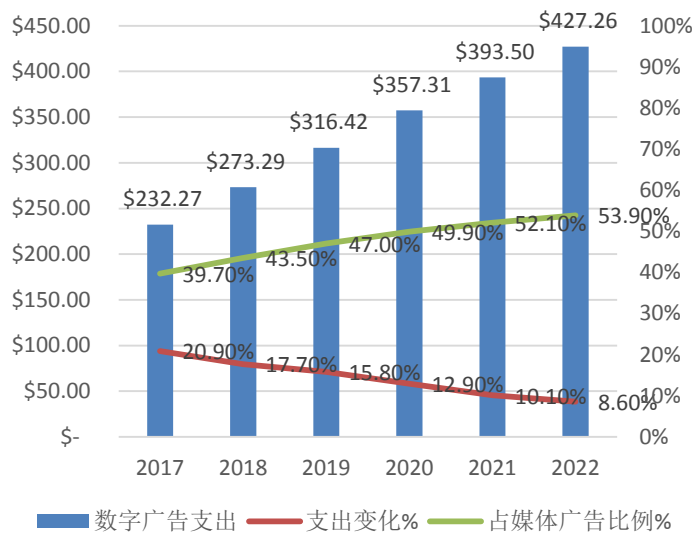
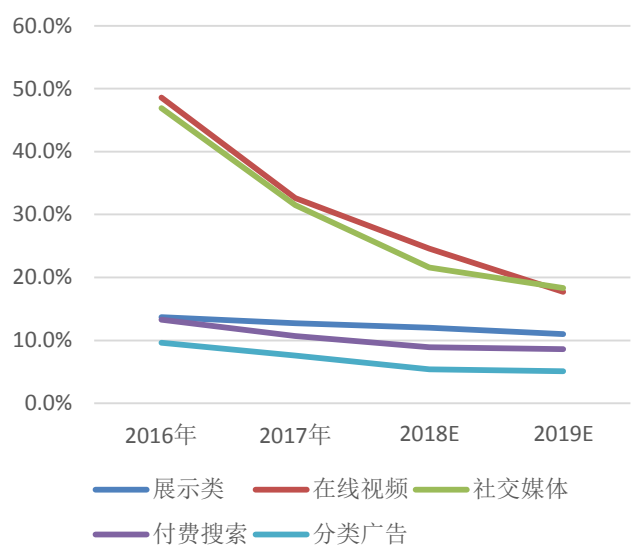


图 18、全球各类数字广告形式增速变化



资料来源：eMarketer、太平洋证券

资料来源：eMarketer、太平洋研究院整理

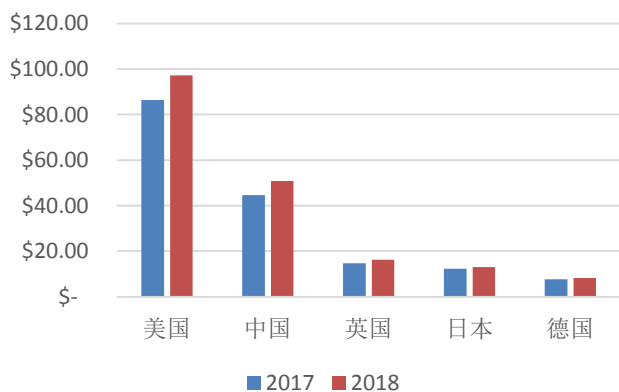
2、我国数字广告份额将加速向龙头集中

从区域来看，亚太地区有望在2022年取代北美成为全球数字广告最大的地区。在

全球前五大数字广告国家中，中国将成为2018年增长最快的国家，增速达13.9%。

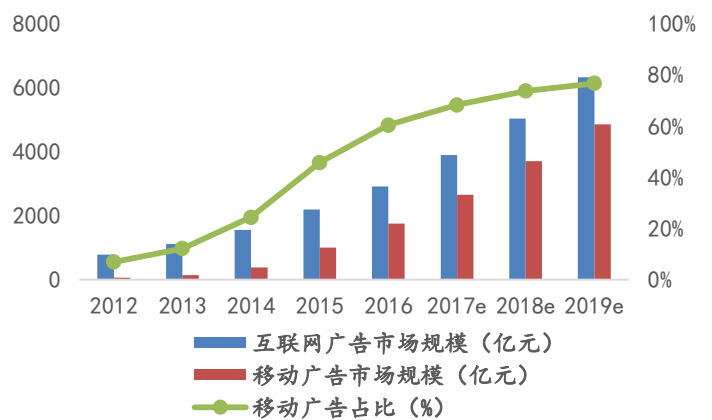
目前BAT等巨头的移动端营收均超70%以上，移动市场已经成为互联网巨头的关键收入来源，未来移动端广告份额将持续高于PC端。此外，根据eMarketer数据，PC端广告可见度仅为53.6%，这意味着广告主为接近一半的PC端广告付费了但却并未被消费者看到。未来，广告主的预算将持续向移动端倾斜。同时，受益于观众持续向数字视频迁移，移动视频广告在视频广告中的份额也将持续提升，2018年将达58%。

图 19、中国将成为前五大数字广告国家中增长最快的国家



资料来源：PWC、太平洋研究院整理

图 20、社交广告持续成为原生广告最主要表现形式



资料来源：eMarketer、太平洋研究院整理

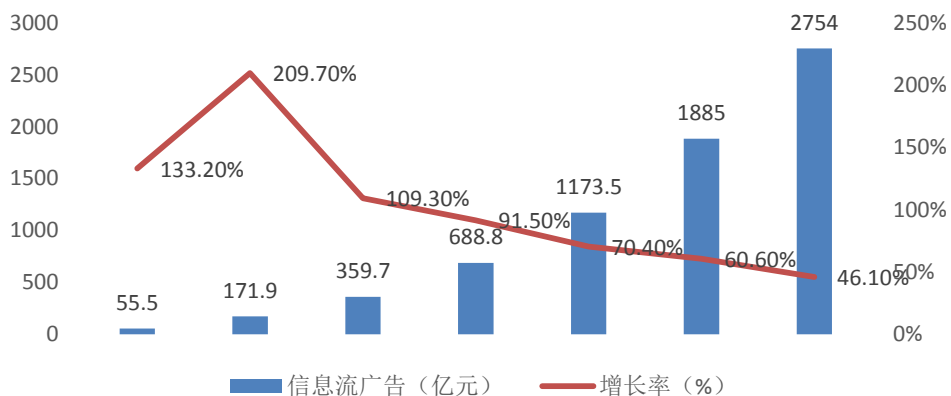
媒体的集中和流量红利的消失使资源价格持续攀升，数字广告的欺诈问题使广告主对数字广告效果存疑，传统数字广告业务利润率将持续承压，这将有助于行业加速淘汰中小型代理公司，龙头公司有望享受行业集中度提升带来的红利。

(二) 信息流广告快速崛起，内容营销将成行业重要增长点

1、信息流广告吸金能力强劲：龙头已现、监管趋严

以信息流为代表的新兴原生广告，到2020年有望达2700亿规模。未来，包括信息流广告、短视频广告在内的内容营销将成为数字营销成长新动力之一。社交广告已成为原生广告最主要的形式，占比达84%，点击率是展示广告平均点击率的8.8倍。

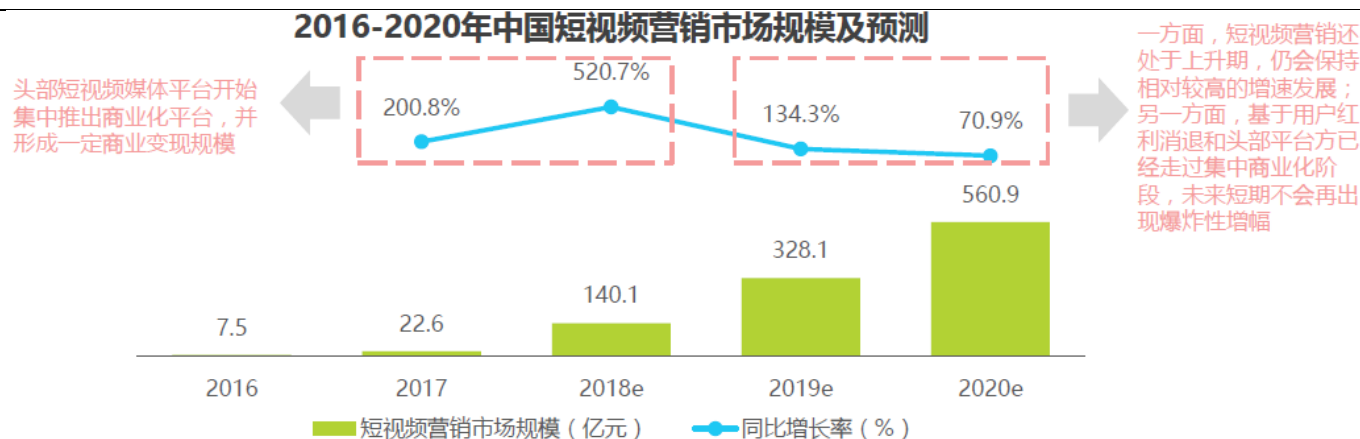
图 21、2014年-2020年中国信息流广告市场规模及预测（单位：亿元）



资料来源：艾瑞咨询、太平洋证券

头部短视频媒体平台的商业化平台已经完成初步搭建，为短视频提供了大量营销变现机会。短视频营销市场随着短视频媒体平台的崛起而快速这不增长，2018年将达140亿元，同比增长521%。短视频营销模式将从早期的硬广投放、内容植入等传统形式向网红活动、账号运营、整合营销等形式升级。广告主也将会更加倾向直接与平台方合作。

图 22、2016年-2020年中国短视频营销市场规模及预测（单位：亿元）



资料来源：艾瑞咨询、太平洋证券

2、信息流广告监管力度逐步加强

今年1月，《人民日报》发文，在肯定信息流广告优势的同时，也重点突出了信息流广告的弊端，比如消费者很难分清信息的属性，虚假广告、诱导性广告泛滥等。据

钛媒体报道，今年年初，今日头条开始招聘内容审核编辑岗位，并且注明“党员优先”。目前，今日头条内容审核编辑团队总人数已经超过4000人（含海外产品），抖音内容审核团队达数千人，拥有3个审核基地，还将再开放2个基地。

同样的，Facebook、Twitter及谷歌等平台也因为算法聚合、缺乏监管而导致假新闻泛滥。目前Facebook已通过推出集合专业媒体机构的本地新闻服务“Today In”来保证新闻传播的真实性（数据来源：Recode）。

四、影视行业：监管趋严，短期风险提升

（一）政策监管趋严

今年6月27日，中央宣传部、文化和旅游部、国家税务总局、国家广播电视总局、国家电影局等联合印发《通知》，要求加强对影视行业天价片酬、“阴阳合同”、偷逃税等问题的治理，控制不合理片酬，推进依法纳税，促进影视业健康发展。要制定出台影视节目片酬执行标准，明确演员和节目嘉宾最高片酬限额，现阶段，严格落实已有规定，每部电影、电视剧、网络视听节目全部演员、嘉宾的总片酬不得超过制作总成本的40%，主要演员片酬不得超过总片酬的70%；影视行业主管部门要加强监管，对影视明星参与综艺娱乐节目、亲子类节目、真人秀节目等进行调控，严格执行网络视听节目审批制度，严格规范影视剧、网络视听节目片酬合同管理，加大对偷逃税行为的惩戒力度；电视台、影视制作机构、电影院线、互联网视听网站、民营影视发行放映公司，不得恶性竞争、哄抬价格购买播出影视节目，坚决纠正高价邀请明星、竞逐明星的不良现象；政府资金、免税的公益基金等不得参与投资娱乐性、商业性强的影视剧和网络视听节目、助长过高片酬。

10月2日，国家税务总局正式印发关于进一步规范影视行业税收秩序有关工作的通知。要求从2018年10月10日起，各地税务机关通知本地区影视制作公司、经纪公司、演艺公司、明星工作室等影视行业企业和高收入影视从业人员，根据税收征管法及其实施细则相关规定，对2016年以来的申报纳税情况进行自查自纠；对在2018年12月底前认真自查自纠、主动补缴税款的，免予行政处罚，不予罚款。

11月9日，国家广电总局发布《关于进一步加强广播电视和网络视听文艺节目管理的通知》。要求为确保广播电视和网络视听文艺节目健康有序发展，广电总局将严格控制偶像养成类节目以及综艺嘉宾片酬，对于影视剧演员片酬，不超过制作总成本的40%，其中主要演员不超过总片酬的70%。此外广电总局将坚决打击收视率（点击率）造假行为等。网络电影、网络剧、网络动画片将于明年2月开始由节目制作公司（片方）进行备案（含节目规划备案及上线备案），不再通过网络播放平台进行备案；节目规划备案提交后，在未取得规划备案号前（人工进行立项审核，发放规划备案号），不得进行拍摄（同电影、电视剧剧本立项管理要求）；节目上线备案提交后，片方向广电提交成片进行审核，审核通过后发放节目上线备案号；网络播放平台进行成片合作，须采购已经取得上线备案号的节目（购买还未发放上线备案号的节目，可能存在不能上线播

出的风险)；所有备案节目要进行规划剧本审核及上线成片审核(一剧一审)，过审后发放备案号。

(二) 影视公司短期生产风险提升

由于政策监管加强，影视公司的内容生产，及合作明星的风险均明显提升。为规避风险，审慎的生产合作+观望，成了目前影视公司的主流做法。在此模式下，即便不触碰红线，也会限制内容创作、降低产量，影响后续业绩增长。因此短期内影视内容公司边际恶化，风险提升明确。

长期看，相关政策将提高企业经营成本，促使市场出清，利好行业龙头，有利于行业整体工业化升级。

五、投资策略与重点公司

(一) 投资策略：知识产权与付费是最优赛道

目前整个传媒行业受到政策监管力度不断加强，但加大知识产权保护是目前以及未来我国的持续发展方向，知识产权的付费与深度商业化获利符合国家政策导向与产业升级方向。在此背景下，大批影视、图片、文学、音乐等版权运营与服务的公司业务规模也将快速扩张，行业龙头地位逐渐显现。传统的传媒内容公司商业模式也得以由一次性售卖逐步转向对内容的深度挖掘和长线开发，版权运用的深度、广度与效率大幅提高，促进了版权内容生产与传媒产业的良性发展。整个传媒板块，将沿着这条主线回归到，以具有优秀研发、创作或服务能力的细分龙头公司为主导的产业升级与工业化中。建议关注受益于只是产权付费，且获客与盈利模式均已明确的公司，如视觉中国（000618）和捷成股份（300182）。

游戏行业由于版号暂停，2018年游戏行业整体增速放缓，但综合看来，政策限制聚焦于防止青少年的沉迷方向，并未以游戏本身作为整治对象，因此预计2019年版号审批的恢复有助于行业短期的爆发。长期看，技术驱动将成为未来游戏行业增长的主要动力。目前A股大部分游戏公司都处于合理的估值范围之内。建议关注业绩确定性高以及精品研发类游戏公司，如完美世界（002624）和吉比特（603444）。

广告行业的结构性调整仍在进行，信息流广告正在快速崛起，内容营销将成行业重要增长点。建议关注具有一定议价能力的细分行的绝对龙头公司，如分众传媒（002027）和元隆雅图（002878）。

影视内容行业由于政策监管加强，影视公司的内容生产，及合作明星的风险均明显提升。为规避风险，审慎的生产合作+观望，成了目前影视公司的主流做法。在此模式下，即便不触碰红线，也会限制内容创作、降低产量，影响后续业绩增长。因此短期内影视内容公司边际恶化，风险提升明确。长期看，相关政策将提高企业经营成本，促使市场出清，利好行业龙头，有利于行业整体工业化升级。建议关注资金充裕、产品分散、规模较大的公司，如华策影视（300133）和北京文化（000802），以及院线行业绝对龙头万达电影（002739）。

(二) 重点公司

1、视觉中国（000681）

公司是商业化图片行业的绝对龙头，市占率接近50%，图片业务净利润率超过30%。随着我国知识产权保护不断加强，公司业务伴随着图片付费市场一起快速增长，预计中国商业图片市场规模有十倍空间。目前，公司在知识产权保护加强，自有的鹰眼等技术手段成熟，及自媒体与信息流广告爆发式增长的背景下，通过版权（内容）+服务（获客）+数据（交付）的闭环模式进入了加速增长通道。短期业绩增长，主要来源于企业直客的转化，中长期通过与BAT等平台合作收获长尾市场。预计18-20年EPS为0.54元、0.71元和0.96元，对应PE38倍、36倍和27倍，维持“买入”评级。

2、捷成股份（300182）

公司旗下华视网聚是我国视频版权分销绝对龙头，截止2018年9月30日，公司集成新媒体电影版权6360部，电视剧48645集，动画片858部，与国内视频互联网、移动互联网、各地数字电视、IPTV、OTT合作伙伴建立了长期稳定的合作关系，各平台非独家内容累计约60%由华视网聚提供。同时公司为降低政策监管防线，不断缩减影视内容业务规模，预计全年华视网聚利润占比将超过70%。目前随着我国知识产权保护与消费者付费意愿不断加强，视频新媒体版权付费市场快速增长，2017年，中国网络视频用户付费市场规模为218亿元，同比增长翻番，预计2018年可达到350亿元；而付费人次方面，预计2018年国内视频付费用户数应达到2.4亿人次，同比增长80%以上。随着华为、中国移动、今日头条等新的行业巨头不断进入视频市场，公司订单规模亦快速增长。预计18-20年EPS为0.43元、0.54元和0.68元，对应PE11倍、9倍和7倍，维持“买入”评级。

3、完美世界（300182）

完美世界作为中国游戏行业的老牌企业，其研发实力在国内具有一流水准。公司旗下的游戏产品覆盖了主机、PC、手机等所有平台。公司积极的向平台化转型，包括引进steam china。Steam平台对PC游戏的开发商和玩家均有较大的服务和技术支持，这将是steam平台主要的竞争优势。公司还可以通过steam平台与海外大量的CP进行沟通，把更多的游戏引入国内。我们预测公司2018-2020年的EPS分别为1.385元、1.742元和2.155元，对应的PE为17.37倍、13.81倍和11.16倍。

4、元隆雅图（002878）

公司成立于1998年，是中国工商联礼品商会会长单位，同时也是促销品行业唯一一家在A股上市的公司，业务链涉及方案创意策划、促销品设计和采购、促销品电商平台的开发和运营、终端数字化促销活动的策划与执行、仓储运输服务等多个环节，满足客户在促销领域的多样化需求。公司促销品业务稳定增长，行业具有抗周期属性。受益于2019年北京世园会及2022年冬奥会事件驱动，公司特许业务有望快速增长。此外，公司于2018年11月完成对新媒体营销公司谦玛网络的收购，补足线上营销短板，未来有望持续做深客户，为客户提供“一站式”整合营销服务。我们预测公司2018-2020年EPS分别为0.73元、0.94元、1.17元，对应PE分别为35.64倍、27.48倍和22.09倍。

风险提示：政策监管趋严及经济下行带来的短期负面影响。

重点推荐公司盈利预测表

代码	名称	最新评级	EPS				PE				股价 18/12/5
			17	18E	19E	20E	17	18E	19E	20E	
000681	视觉中国	买入	0.42	0.54	0.71	0.96	62	48	36	27	26.00
000998	捷成股份	买入	0.42	0.43	0.54	0.68	12	11	9	7	4.88
002878	元隆雅图	买入	1.06	0.73	0.94	1.17	35	36	27	22	26.56
002624	完美世界	买入	1.14	1.34	1.74	2.16	23	17	14	11	25.83
300133	华策影视	增持	0.36	0.44	0.54	0.65	24	20	16	13	8.77
000802	北京文化	增持	0.43	0.56	0.72	0.83	25	19	15	13	10.91
002739	万达电影	增持	1.29	0.87	0.93	1.04	17	26	24	22	22.49
002027	分众传媒	增持	0.49	0.50	0.53	0.61	29	12	11	10	4.88
603444	吉比特	增持	8.50	9.42	10.84	13.06	16	14	13	10	135.46

资料来源：Wind 资讯，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5% 以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平 -5% 与 5% 之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5% 以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15% 以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5% 与 15% 之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 -5% 与 5% 之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 -5% 与 -15% 之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	李英文	18910735258	liyew@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
华东销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhafal@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com

华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。