

## 拥抱消费分级时代的文娱消费新机遇

“消费分级”时代到来，以品效提升、追求精品化和高附加值为代表的“消费升级”与回归高性价比、追求物美价廉为代表的“逆消费升级”现象共存。一方面，收入分化导致消费行为进一步分化。我国居民收入基尼系数在2015年触底后持续增长；高收入人群与低收入人群的人均收入水平相比，倍数由2015年的10.45x提高到了2017年的10.90x。另一方面，互联网人口红利见顶，“下沉流量”的消费需求在各平台的重点挖掘下快速“显性化”。在上述两大背景下，不同地域、年龄阶段、教育背景、经济条件等人群的文娱消费倾向存在明显的差异与分化。在消费分级时代，文娱消费领域升级仍为主流趋势，注重内容品质与服务体验提升，线上与线下整合协调发展；同时下沉市场的文娱需求挖掘也带来新的增长空间。

纵观日、美百年的消费变迁史，文娱消费出现了数个阶段性的群体特征，而国内的文娱消费分级更像日美数个消费阶段叠加形成的特殊社会现象。在日本的四个消费时代、美国的三个消费时代里，文娱消费作为精神供给呈现整体时代差异性，同时由于日本中产阶级庞大贫富差距较小而美国生存成本低人们有更多精力和财力去获取文娱消费品使得两国在同一时代不同人群并未出现群体间较大差异。当下，中国正处于经济增速换挡期，出生年代、地域和收入水平等多维度因素的影响，使得社会群体间的文化娱乐消费差异性尤为突出，且不同群体的文化消费特征对标美日不同阶段。

**行业聚焦与标的推荐：**1) 网络游戏：游戏市场规模与用户规模增速明显放缓，2018前三季度手游行业同比增速14.2%；叠加政策监管变动影响，供给端短期承压显著。长期来看，行业规范化运营有利于加速落后企业出清及龙头企业对行业资源的进一步整合。待审批流程及政策细节落地后，龙头公司有望迎来业绩与估值双升。中国游戏出海为行业带来广阔的增量发展空间；2018H1，总部位于中国的公司在海外市场的App下载量和海外用户总支出为43亿次和28亿美金，同比分别增长25%和40%。已具备一定海外发行经验或拥有适合海外发行优质产品储备的企业有望受益。2) 在线视频：进入后资本时代，稳增长和多渠道变现成常态。收入端，会员付费延续较高增速（爱奇艺2018Q3单季度付费收入达29亿元），版权分销与广告有望成为重头戏。面对竞争，视频网站不断加大优质内容合作方的分账及投资力度，积极推动创意中插方式驱动广告业务增长。后续，平台间差异化内容布局也将成为竞争的关键。**龙头梳理：**哔哩哔哩、世纪华通、三七互娱、完美世界。

### 【风险提示】

影视内容监管政策趋严；游戏版号发放时间低于预期；受众审美变化加快等。

## 互联网传媒

维持

买入

曾荣飞

zengrongfei@csc.com.cn

010-85130578

执业证书编号：S1440518030003

崔碧玮

cuibiwwei@csc.com.cn

18510249707

执业证书编号：S1440518090002

发布日期：2018年12月11日

### 市场表现



### 相关研究报告

## 目录

|  |    |
|--|----|
| 一、揭开消费分级时代帷幕 .....                                     | 1  |
| 1.1 由时代背景说开去——消费升级还是降级? .....                          | 1  |
| 1.2 文娱消费分级：升级为主线，下沉谋新机.....                            | 5  |
| 1.2.1 多维度划分下人群的文娱消费差异.....                             | 5  |
| 1.2.2 文娱消费升级趋势为主，注重内容品质与服务体验提升.....                    | 7  |
| 1.2.3 挖掘下沉流量洼地，开拓文娱消费新空间.....                          | 9  |
| 二、重温海外消费演进史，透视国内不同人群文娱消费特征.....                        | 12 |
| 2.1 回首日、美两国消费百年之路 .....                                | 12 |
| 2.1.1 日本四大消费社会：经济发展映射下的文化消费演进.....                     | 12 |
| 2.1.2 美国三大消费时代：从消费主义的繁荣到理性主义的回归.....                   | 13 |
| 2.1.3 典型行业案例：美国电影业几度起伏与日本二次元亚文化崛起.....                 | 16 |
| 2.2 国内文娱消费在人群间分级现象的再审视.....                            | 17 |
| 三、行业聚焦 .....   | 26 |
| 3.1 网络游戏：步入成熟期增速放缓，关注政策改善信号及出海增量市场.....                | 26 |
| 3.2 在线视频：稳增长多变现成常态，寻差异共分享出亮点.....                      | 31 |
| 四、投资建议 .....   | 38 |
| 4.1 哔哩哔哩：Z世代线上社区蓬勃发展，联手腾讯扩展漫游新空间 .....                 | 38 |
| 4.2 世纪华通：科技+文化铸就行业新发展，联姻盛大构建游戏超级帝国.....                | 38 |
| 4.3 三七互娱：新游爆发确立营收高增速，行业政策改善望迎业绩、估值双升.....              | 39 |
| 4.4 完美世界：密切关注《完美世界》手游上线进程，期待 Steam 中国落地开启平台化发展空间... .. | 39 |
| 五、风险提示 .....   | 41 |

## 图表目录

|   |   |
|---|---|
| 图表 1：我国人均 GDP、城镇居民人均可支配收入及消费性支出同比增速趋势（季度） ..... | 1 |
| 图表 2：美国家庭财富积累路径图（对比主要国家） .....                  | 1 |
| 图表 3：中国城镇及农村居民家庭恩格尔系数变化趋势.....                  | 1 |
| 图表 4：全国城镇及农村居民人均消费支出结构变化（2013 v.s. 2017） .....  | 2 |
| 图表 5：我国基尼系数变化情况（2003~2017） .....                | 3 |
| 图表 6：我国人均收入前 20% 与后 20% 人群倍数变化.....             | 3 |
| 图表 7：全国不同收入层级对应人群的人均收入水平增速变化情况（2014-2017） ..... | 3 |
| 图表 8：全国城镇居民人均可支配收入、消费支出、教文娱消费支出同比增速对比（季度） ..... | 3 |
| 图表 9：全国农村居民人均可支配收入、消费支出、教文娱消费支出同比增速（季度） .....   | 3 |
| 图表 10：中国网民规模和互联网普及率（2018.06.） .....             | 4 |
| 图表 11：中国手机网民规模及占网民比例（2018.06.） .....            | 4 |
| 图表 12：非网民不上网原因（2018.06.） .....                  | 4 |
| 图表 13：中国移动互联网月活用户规模及增速 .....                    | 4 |
| 图表 14：中国基尼系数 .....                              | 5 |

|   |    |
|---|----|
| 图表 15: 人群划分方式一 (按年龄划分)                            | 5  |
| 图表 16: 人群划分方式二 (按时代划分)                            | 6  |
| 图表 17: 人群划分方式三 (按所在城市规模划分)                        | 6  |
| 图表 18: 人群划分方式四 (按工作产业性质划分)                        | 7  |
| 图表 19: 人群划分方式五 (按就业类型划分并将工薪阶层按收入水平划分)             | 7  |
| 图表 20: 近两年优质小众题材影片票房天花板提升                         | 8  |
| 图表 21: 同档期影片中口碑效应更为突出                             | 8  |
| 图表 22: 传统线下娱乐业态向新兴业态转型升级                          | 8  |
| 图表 23: 2014-2019 中国线下娱乐行业规模及预测                    | 9  |
| 图表 24: “社交因素”是选择线下娱乐原因的人群占比                       | 9  |
| 图表 25: 各年龄段线下娱乐参与度                                | 9  |
| 图表 26: 各年龄段用户半年线下娱乐消费大于 100 元占比                   | 9  |
| 图表 27: 三大运营商累计 4G 用户数 (2015-2017)                 | 10 |
| 图表 28: 国内智能机市场价格区间占比和代表品牌                         | 10 |
| 图表 29: 趣头条月活用户规模及增速                               | 10 |
| 图表 30: 趣头条用户及 8 月新增用户城市等级分布                       | 10 |
| 图表 31: 趣头条围绕用户全生命周期构建“网赚”裂变模式                     | 11 |
| 图表 32: 小红书原有活跃用户与新增用户在不同层级城市的分布                   | 11 |
| 图表 33: 日本四个消费时代及其特征                               | 12 |
| 图表 34: 日本近百年来人口变化及增速                              | 13 |
| 图表 35: 日本失业率 (%)                                  | 13 |
| 图表 36: 日本近六十年来 GDP 增长情况 (%)                       | 13 |
| 图表 37: 日本近五十年来 CPI 增长情况 (%)                       | 13 |
| 图表 38: 美国三个消费时代及其特征                               | 14 |
| 图表 39: 美国近九十年来人口变化及增速                             | 14 |
| 图表 40: 美国近七十年失业率 (%)                              | 14 |
| 图表 41: 美国近九十年来 GDP 增长情况 (%)                       | 15 |
| 图表 42: 美国百年来 CPI 增长情况 (%)                         | 15 |
| 图表 43: 日本各类型支出占总支出的比例                             | 15 |
| 图表 44: 美国娱乐性支出与生存性支出占总支出的比例                       | 15 |
| 图表 45: 美国电影发展史                                    | 16 |
| 图表 46: 以二次元文化为主体的“御宅族”主要市场和概况                     | 16 |
| 图表 47: 60 岁以上人口数 (亿) 及占比 (%)                      | 18 |
| 图表 48: 空巢老人与独居老人人数 (亿)                            | 18 |
| 图表 49: 老年市场总体规模 (亿)                               | 18 |
| 图表 50: 老年日常消费市场规模 (万亿元)                           | 18 |
| 图表 51: 重庆市城镇空巢家庭 8 大类消费支出绝对额及占生活消费支出占比 (单位: 元, %) | 18 |
| 图表 52: 主要电商的用户分布                                  | 19 |
| 图表 53: 拼多多与其他三大产品的用户重合数                           | 19 |
| 图表 54: 热门综艺信息节目汇总                                 | 20 |
| 图表 55: 一二线城市单身群体占比最高                              | 20 |

|  |    |
|--|----|
| 图表 56: 单身群体的月收入主要集中在 6K-10K 之间 .....                   | 20 |
| 图表 57: 单身群体文化消费满足娱乐、文化和发展需求.....                       | 21 |
| 图表 58: 25-35 岁移动用户比例高达 45.88% .....                    | 21 |
| 图表 59: 80 后、90 后是“丧文化”一族的主力军.....                      | 21 |
| 图表 60: 一二线城市的丧文化表现明显 .....                             | 21 |
| 图表 61: 2017 年在线直播行业用户规模达 3.92 亿.....                   | 22 |
| 图表 62: 直播 APP 用户以男性为主.....                             | 22 |
| 图表 63: 25-29 岁的直播 APP 用户最多.....                        | 22 |
| 图表 64: 超六成直播 APP 用户来自三线及以下城市 .....                     | 22 |
| 图表 65: 直播用户类型多样 .....                                  | 22 |
| 图表 66: 2017 年中国在线音乐用户的音乐偏好 .....                       | 23 |
| 图表 67: 2017 年中国付费在线音乐用户的音乐偏好 .....                     | 23 |
| 图表 68: 中国二次元用户规模 .....                                 | 24 |
| 图表 69: 二次元用户以在校大学生为主力 .....                            | 24 |
| 图表 70: 二次元用户中单身用户占比 60.85% .....                       | 24 |
| 图表 71: 二次元用户主要分布在一二线城市 .....                           | 24 |
| 图表 72: 二次元用户文化消费形式多样 .....                             | 25 |
| 图表 73: B 站月活跃人数不断增加.....                               | 25 |
| 图表 74: 中国游戏市场实际销售收入及同比增速 .....                         | 26 |
| 图表 75: 中国游戏市场用户规模 .....                                | 26 |
| 图表 76: 中国游戏市场 ARPU 值及同比增速.....                         | 26 |
| 图表 77: 中国移动游戏市场季度销售规模 .....                            | 26 |
| 图表 78: 国产及进口网络游戏获批文情况（截至 2018/11/22） .....             | 27 |
| 图表 79: 游戏行业运营备案及出版审批文号发放情况.....                        | 27 |
| 图表 80: 总部位于中国的公司的海外总下载量 .....                          | 29 |
| 图表 81: 总部位于中国的公司的海外总用户支出 .....                         | 29 |
| 图表 82: 1H18 热门中国出海游戏（按海外 iOS+Google Play 下载量排名） .....  | 29 |
| 图表 83: 1H18 热门中国出海游戏（按 iOS+Google Play 海外用户支出排名） ..... | 29 |
| 图表 84: 1H18 海外游戏下载量和游戏用户支出最高的中国公司.....                 | 30 |
| 图表 85: A 股游戏板块上市公司海外收入情况及海外收入占比情况（2016~1H18） .....     | 30 |
| 图表 86: 2013-2020 年中国在线视频行业收入规模 .....                   | 31 |
| 图表 87: 2015-2018H1 中国网络视频用户规模（单位：万） .....              | 31 |
| 图表 88: 不同互联网娱乐形式市场规模对比（单位：亿） .....                     | 31 |
| 图表 89: 2013-2020 年中国在线视频行业各业务营收占比 .....                | 31 |
| 图表 90: 5 大视频平台移动 App MAU（单位：万） .....                   | 32 |
| 图表 91: 5 大视频平台网页端 MAU（单位：万） .....                      | 32 |
| 图表 92: 2013-2020 年中国网络视频用户付费收入规模 .....                 | 32 |
| 图表 93: 2016-2018M6 各视频平台付费会员数（单位：万） .....              | 32 |
| 图表 94: 爱奇艺、腾讯、优酷、芒果 TV 网络大电影分账标准 .....                 | 33 |
| 图表 95: 2014-2018H1 网络大电影上线数量 .....                     | 34 |
| 图表 96: 2014-2017 年中国网络大电影市场规模及增长率 .....                | 34 |

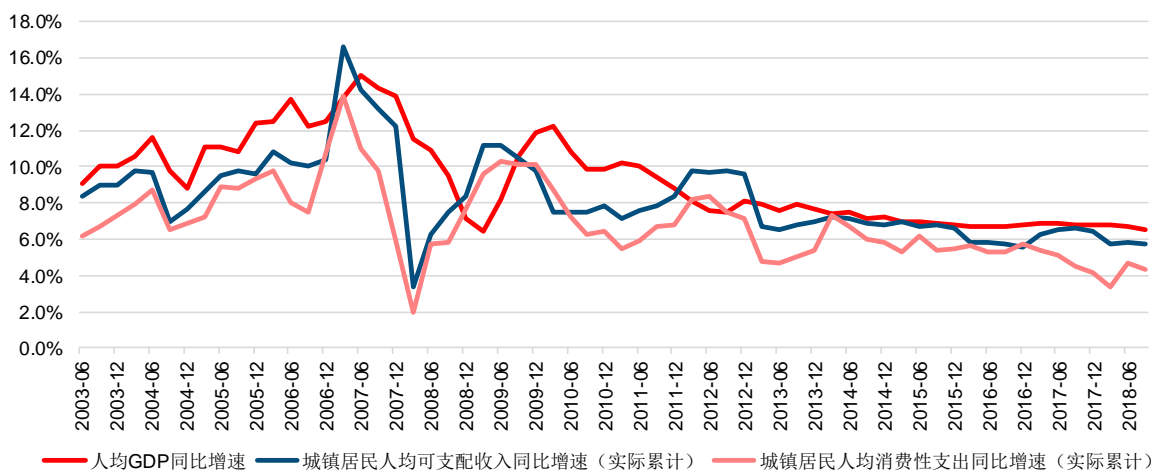
|  |    |
|--|----|
| 图表 97: 2014-2018H1 爱奇艺网大分账 TOP1 金额 (万) ..... | 34 |
| 图表 98: 2016-2017 年三大视频平台上线网大数量 .....         | 34 |
| 图表 99: 2017 年爱奇艺网大分账 TOP10 .....             | 34 |
| 图表 100: 2018 年前八个月爱奇艺网大分账 TOP10 .....        | 34 |
| 图表 101: 2014-2018H1 网络剧上线数量 .....            | 35 |
| 图表 102: 2017-2018 年代表性分账网剧 .....             | 35 |
| 图表 103: 2017 年爱奇艺付费分账网剧 TOP10 .....          | 35 |
| 图表 104: 2018 年 7-8 月网剧 TOP10 播放情况 .....      | 35 |
| 图表 105: 2013-2020 年中国在线视频行业广告市场规模 .....      | 36 |
| 图表 106: 2015-2018 爱奇艺广告营收规模及增速 .....         | 36 |
| 图表 107: 2016-2018 年创业中插广告市场规模 (亿元) .....     | 36 |
| 图表 108: 2016-2018 年创业中插广告单条售价 (单位: 万) .....  | 36 |

## 一、揭开消费分级时代帷幕

### 1.1 由时代背景说开去——消费升级还是降级？

伴随中国经济的稳健增长与人们收入水平的快速提高，“消费升级”成为了近年来各领域广为讨论的话题。从宏观经济背景来看，我国人均 GDP 在过去十余年中保持稳健快速增长，季度同比增速在近年维持在 6%~8%。与此同时，城镇居民人均可支配收入及人均消费性支出也实现了较快增长，过去 15 年间分别增长了 2.2 倍与 1.6 倍。根据最新的瑞信《2018 年度全球财富报告》显示，在过去短短的不足 20 年内中国家庭财富也实现了飞速积累，我国在 2000 年时的财富水平与 1910 年时的美国相当，如今则已经迅速跃升至相当于 1995 年美国的财富水平，即用 18 年时间已走过美国 85 年的财富积累之路。

图表1：我国人均 GDP、城镇居民人均可支配收入及消费性支出同比增速趋势（季度）



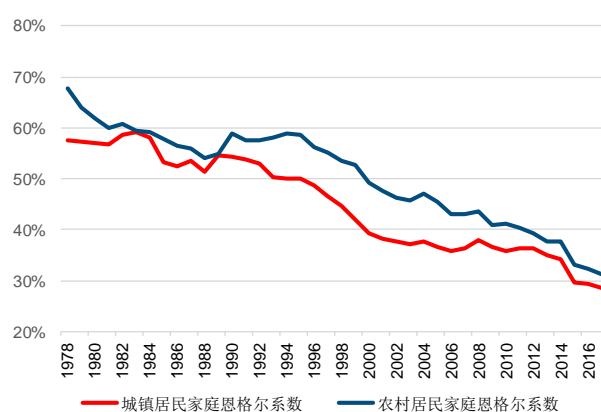
资料来源：Wind，国家统计局，中信建投证券研究发展部

图表2：美国家庭财富积累路径图（对比主要国家）



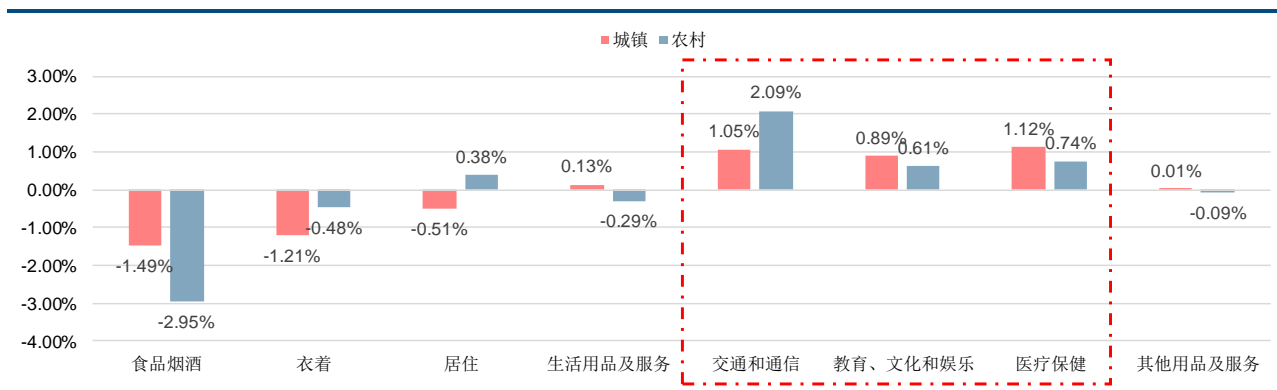
资料来源：《瑞信 2018 全球财富报告》，中信建投证券研究发展部

图表3：中国城镇及农村居民家庭恩格尔系数变化趋势



资料来源：Wind，国家统计局，中信建投证券研究发展部

在人们收入和消费支出大幅增长、财富积累水平快速提升的同时，我们也看到了消费结构的显著变化。从国家统计局针对城镇和农村居民家庭的恩格尔系数统计来看，分别已从 20 世纪 80 年代的约 57% 和 62% 快速下降到了 2017 年的 29% 和 31%。从人均消费支出的结构变化来看，2013 至 2017 年间，全国城镇和农村居民消费支出占比增加的领域主要集中在交通和通信、教育文化和娱乐、医疗保健等，享受型的消费支出的占比增幅更为突出。

**图表4： 全国城镇及农村居民人均消费支出结构变化（2013 v.s. 2017）**


资料来源：Wind，国家统计局，中信建投证券研究发展部

与过去社会总体消费规模扩张和人均消费水平的快速提升不同，如今大家所讨论的“消费升级”主要指的是消费结构的进一步优化，即在消费的支出分布上逐渐向发展型、享受型的产品和服务加大倾斜的趋势。近五年来，虽然我国 GDP 增速以及人均可支配收入、消费性支出水平的增速逐渐放缓，但总体来看人们在消费中越来越体现出对产品品质、品牌、服务体验、便捷程度等方面的更高追求，“消费升级”这一主流趋势持续演绎。

与此同时，拼多多、趣头条的崛起以及榨菜、外卖咖啡等商品的走俏也让“消费降级”一词热度陡增。社会收入分化程度加大以及下沉人群消费需求的显性化是导致“逆消费升级”现象浮现的重要原因。

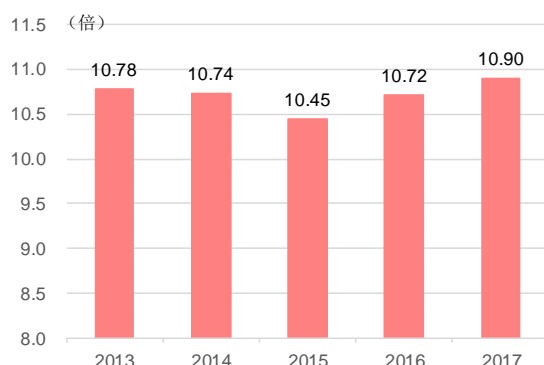
一方面，在国内经济增速步入下行阶段以及人们收入增长放缓的同时，收入分化的现象也更为明显，导致社会整体消费倾向降低，高低收入阶层消费行为进一步分化，在中低收入阶层主要表现为“逆消费升级”或“消费降级”现象。根据国家统计局数据，我国居民收入基尼系数自 2016 年起有所抬升，在 2015 年达到低点 0.462 之后，2016 年和 2017 年分别升至 0.465 和 0.467。同时，全国人均可支配收入的五分位数据也呈现相似特征，人均收入水平在全国排名前 20% 高收入人群的收入增速有所提升，且在 2017 年已成为收入增速最快的人群；高收入人群（人均收入水平排名全国前 20%）与低收入人群（人均收入水平排名全国后 20%）的人均收入水平相比，倍数也由 2015 年的 10.45x 提高到了 2017 年的 10.90x。在此背景下，我们看到全国城镇及农村居民的人均教育、文化和娱乐消费支出同比增速在经历了 2015 和 2016 年两年爆发期后，2017 年下半年开始便已快速回落，当前已低于人均可支配收入或人均消费支出的同比增速水平。这也说明人们在享受型、发展型产品和服务上的边际消费倾向出现了下滑，即表现出一定的“逆消费升级”现象。

图表5：我国基尼系数变化情况（2003~2017）



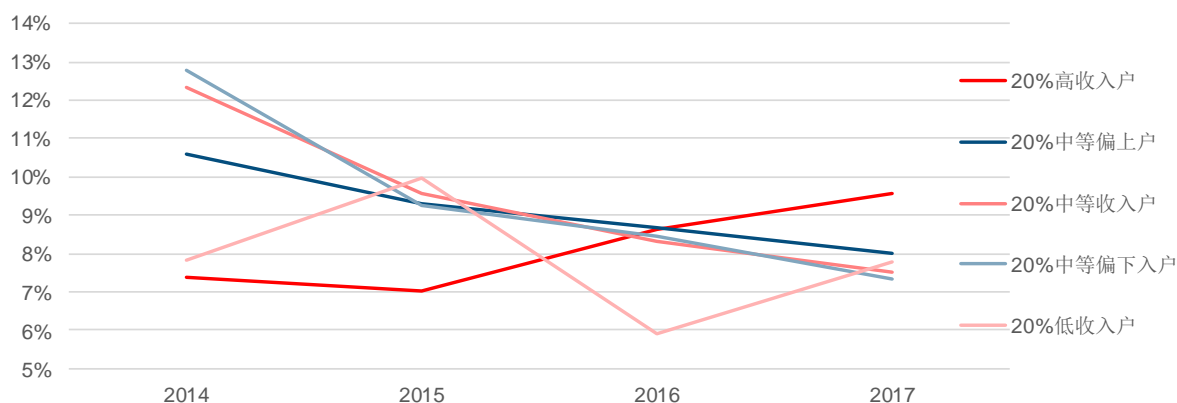
资料来源：Wind，国家统计局，中信建投证券研究发展部

图表6：我国人均收入前20%与后20%人群倍数变化



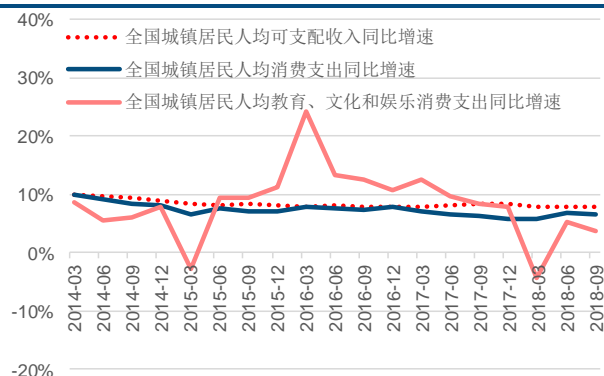
资料来源：Wind，国家统计局，中信建投证券研究发展部（注：倍数=前20%人群人均收入水平÷后20%人群人均收入水平）

图表7：全国不同收入层级对应人群的人均收入水平增速变化情况（2014-2017）



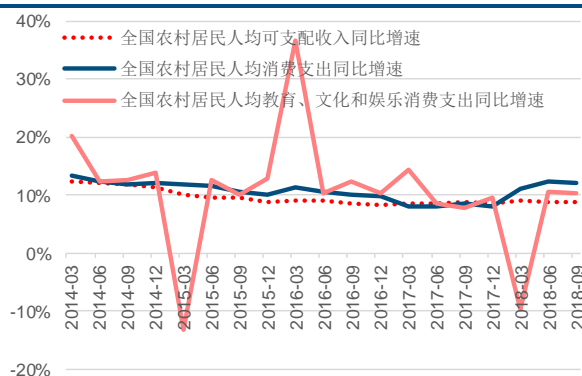
资料来源：Wind，国家统计局，中信建投证券研究发展部

图表8：全国城镇居民人均可支配收入、消费支出、教文娱消费支出同比增速对比（季度）



资料来源：Wind，国家统计局，中信建投证券研究发展部

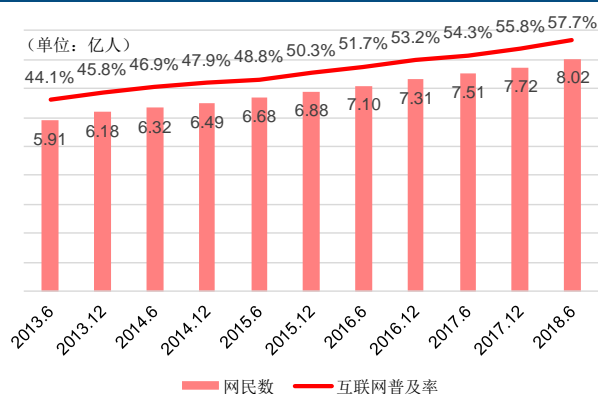
图表9：全国农村居民人均可支配收入、消费支出、教文娱消费支出同比增速（季度）



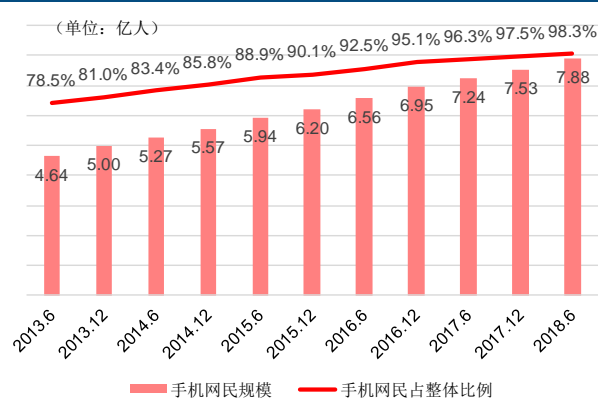
资料来源：Wind，国家统计局，中信建投证券研究发展部



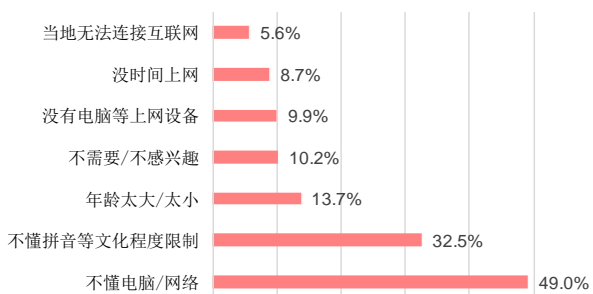
另一方面，随着互联网作为基础设施的建设覆盖已基本完成，互联网人口红利见顶，下沉流量成为了整个互联网行业争相挖掘的“最后的流量洼地”，这一群体的线上消费需求快速得以显性化。根据 CNNIC 最新的调查报告，截至 2018 年 6 月，中国网民规模达到 8.02 亿人，互联网普及率达到 57.7%，其中手机网民规模 7.88 亿人，占总网民的 98.3%；在全国 5.88 亿非网民中，仅有 5.6% 的人表示其不上网原因为“当地无法连接互联网”。互联网作为一项基础设施，在我国的建设覆盖已较为充分。按城乡结构划分，我国城镇和农村地区的互联网普及率分别达到 72.7% 和 36.5%，城镇的互联网普及率已经达到较高水平，但下沉市场的渗透率仍存在提升空间。

**图表10：中国网民规模和互联网普及率（2018.06.）**


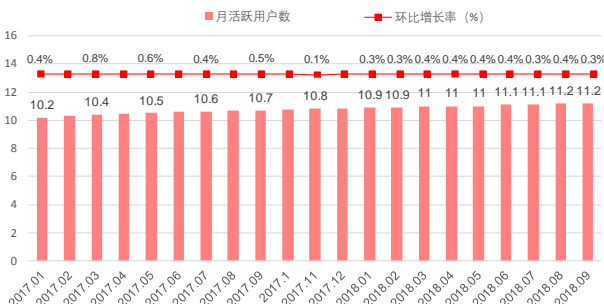
资料来源：CNNIC，中信建投证券研究发展部

**图表11：中国手机网民规模及占网民比例（2018.06.）**


资料来源：CNNIC，中信建投证券研究发展部

**图表12：非网民不上网原因（2018.06.）**


资料来源：CNNIC，中信建投证券研究发展部

**图表13：中国移动互联网月活跃用户规模及增速**


资料来源：Questmobile，中信建投证券研究发展部

与此同时，市场中也孕育了一批通过深挖下沉流量“洼地”而快速崛起的新兴互联网平台，如快手、拼多多、趣头条等，也正是这群市场新秀让人们对下沉流量娱乐与消费需求的关注度激增，引发了诸多关于“消费降级”现象的讨论。我们认为，这种下沉消费需求在线上的“显性化”表现并不能被简单贴上“消费降级”的标签——下沉流量的消费需求一直存在，互联网行业在完成粗放的人口覆盖和基础建设铺设后，自然便转向相对的“流量洼地”，即下沉流量市场。在针对这一市场价值的挖掘中，更下沉人群的部分线下娱乐和消费行为开始向线上转移，并激发和创造了部分新的线上消费需求。显而易见地，由于不同层级城镇人口存在收入、消费倾向与文娱内容喜好上的天然差别，因此下沉流量人口的文娱消费在线上的“显性化”并不能被简单定义为社会出现了“消费降级”趋势。

事实上，更贴切的讲，用“消费分级”能够更好的描述当下的社会消费演进阶段——即呈现出以品效提升、追求更高精品化和附加值为代表的“消费升级”，与回归高性价比、追求物美价廉为代表的“逆消费升级”现象

共存的市场特征。本报告中，我们主要针对传媒互联网行业进行分析解读，重点关注的是大众精神文化消费领域（即文娱市场）的“消费分级”趋势。

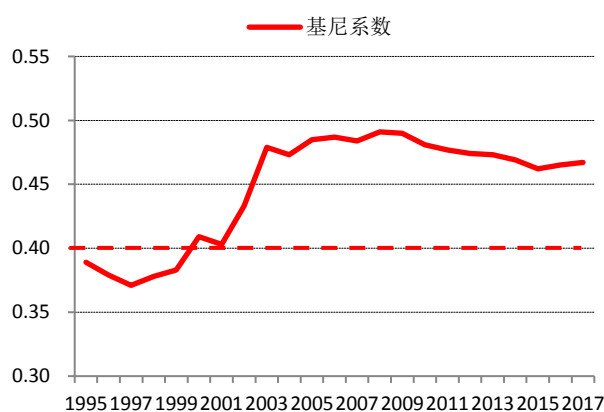
## 1.2 文娱消费分级：升级为主线，下沉谋新机

### 1.2.1 多维度划分下人群的文娱消费差异

文娱消费属于精神文化层面的消费，人们受不同地域分布、教育背景、经济条件等影响，不同人群间的文娱消费倾向存在着明显的客观差异。我们分别从人生阶段、出生时代、所在城市、工作产业性质、收入水平五个维度对人群进行了分类，并探究其消费习惯与文娱消费的需求，以阐明当下国民文娱消费的分级特点。

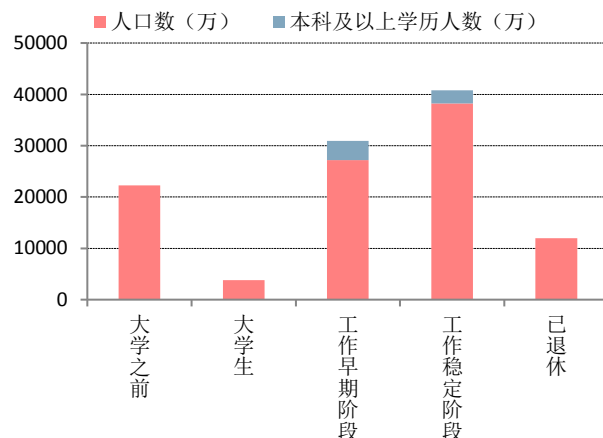
第一，生活压力和思想观念的不同使得各个年龄层的文化消费需求存在差异，处于工作早期及之前阶段的群体，文化诉求相对丰富和多变，工作稳定后人们的文化需求趋于稳定。1) **大学前**：该群体由于尚未实现经济独立，消费主要受家庭影响，同时，从小享受高质量教育和优越物质条件的现代青少年愿意将更多精力放在个性的文化追求上；2) **大学期间**：开始成为独立的消费者，他们通过影视游戏等方式消遣娱乐的同时，赋予了文化消费更多的功能，既通过体育健身、线上教育等方式发展自我、完成社交，也通过模仿 KOL、明星偶像等精神领袖的方式获得认同；3) **工作早期阶段**：大学毕业后踏入社会的青年人面临着工作和生活的双重压力，线下消费意愿降低，多数上班族周末喜欢宅在家中，利用电影电视剧、游戏、直播等消磨时间；4) **工作稳定阶段**：消费趋于理性，结婚生子后文化消费意愿降低，诉求变得简单；5) **退休后**：受生理机能的退化和长期养成的节俭观念的影响，文化需求更加注重实用性和性价比，同时老年消费者的补偿性消费日益突出，受子女和同辈人的带动影响，老年人对社交消费的需求日益旺盛。

图表14： 中国基尼系数



资料来源：公开资源整理，中信建投证券研究发展部

图表15： 人群划分方式一（按年龄划分）

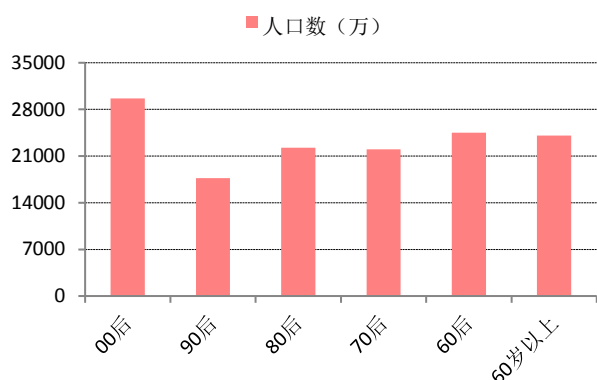


资料来源：公开资料整理，中信建投证券研究发展部

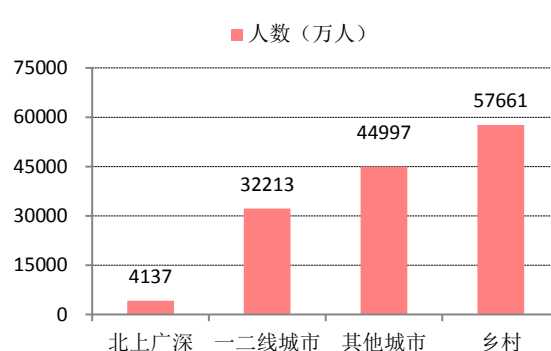
第二，文化消费带有典型的时代烙印，从 60 后到 00 后，人们的文化需求类型更加多元，对文化产品内容和体验的要求愈加严格。60 后出生于动荡、贫困的年代，谨慎节约的消费观使得他们更偏好报纸、广播等传统廉价的文化消费；70 后出生于改革开放时期，敬业精神根深蒂固，闲暇时间较少，且受互联网影响小，思想较为保守，文化消费诉求简单，偏好带有时代印记的文化作品；80 后经历了市场经济转型，成长前后期经济环境的变化造就了 80 后追求形式表达多于实质要求，回忆过去成为文化作品的主旋律，互联网逐渐普及使得线上文化消费兴起，QQ 空间、YY 直播等视觉系产品成为主流；90 后与中国的互联网共同成长，他们愿意将生活的方

方面纳入到文化消费的范畴，文化消费占比最高，达 24.5%，同时，独生子女的普及使得 90 后更重视朋友和同龄人的看法，文化消费的社交功能凸显，新奇与个性的文化产品更受欢迎；优越的物质生活条件和开放的成长环境使 00 后追求个性化体验的同时，自主辨别能力增强，他们会主动了解品牌和偶像背后的理念与故事，企图通过富有内涵的文化消费定义自我，文化产品的垂直细分需求旺盛。

第三，中国的地域辽阔和城市发展差异在区位上自然的对人群进行了划分，根据城市的发达程度，我们简单的将城市分为超大型城市的北上广深、一二线城市、其他城市和乡村。北上广深户籍人口合计 4,137.44 万人，占总人口的 2.98%，处于中国经济最发达的地区，接受着中国最先进的教育，视野宽广，收入较高，消费能力较强，由于处在信息最前沿的区域，他们的价值观前卫，消费能力极强，同时由于接触高科技的事物较多，对个性消费的需求较多；一二线城市（包括新一线城市）户籍人口合计 32,212.76 万人，占总人口的 23.17%，相较于北上广深而言生活成本较低，可自由支配收入相对较高，人口数量庞大带来购买力强大。生活节奏较慢，工作压力较小，拥有更多娱乐、文化消费的时间。其他城市受限与基础设施发展和观念差异在文化消费上的支出相应更低

**图表16： 人群划分方式二（按时代划分）**


资料来源：公开资源整理，中信建投证券研究发展部

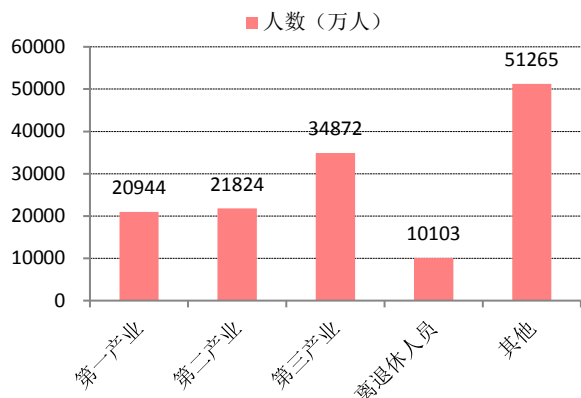
**图表17： 人群划分方式三（按所在城市规模划分）**


资料来源：公开资源整理，中信建投证券研究发展部

第四，按产业属性分类，第一产业就业人员为 2.09 亿人，在就业人数中占比 26.98%。第一产业的就业人员主要从事种植业、林业、畜牧业、水产养殖业等生产工作。由于偏重于基本发展性需求，收入不高，量入为出，求实求廉心理较为突出，首先是要满足基本生存发展的需要。第二产业就业人员为 2.18 亿人，在就业人数中占比 28.11%。第二产业的就业人员主要从事加工制造业，其收入比较稳定，能基本满足生存需求，但由于文化水平的限制以及收入的局限性，消费多集中于食品、住房、子女教育。第三产业就业人员为 3.49 亿人，在就业人数中占比 44.91%。从事第三产业的就业人员多为教育水平较高，个性化消费需求高。经济收入和生活水平较高，追求高档产品、服务和精神文化的消费，拥有自己独立的思想和喜好，追求个性化和时尚化的消费特征明显。

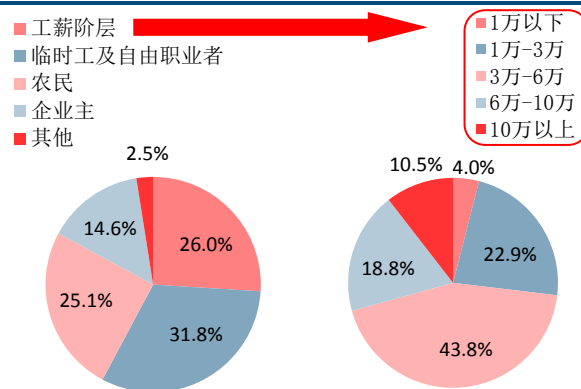
第五，行业间的差别也带来了收入的较大差异。在就业人群中，工薪阶层仅占到 26%，这部分人群收入稳定，高于其他类型的职业，是社会进步的中坚力量。然而通过对其收入水平的划分仍可以看到较大的差距，其中年收入在 3-6 万的占比 43.8%。

图表18： 人群划分方式四（按工作产业性质划分）



资料来源：公开资料整理，中信建投证券研究发展部

图表19： 人群划分方式五（按就业类型划分并将工薪阶层按收入水平划分）



资料来源：CHFS2017，中信建投证券研究发展部

基于社会经济背景和人群间既有的文娱消费需求差异，我们认为文娱行业的“消费分级”主要体现在：1) 社会整体消费升级的主线趋势下，为满足人们不断提升的审美要求以及更为丰富、多元的文娱需求，文娱行业在内容品质和体验上面将持续优化创新。2) 针对下沉流量的文娱消费需求的挖掘也带来了新的行业机遇，差异化的定位和运营策略使得一批新兴平台型互联网公司快速崛起，即平台在流量获取上更加向下沉市场倾斜。

### 1.2.2 文娱消费升级趋势为主，注重内容品质与服务体验提升

影视、游戏作为相对传统的娱乐内容形式在国内的发展已较为成熟，经历爆发式增长后，受众的审美能力快速提升，对内容品质的要求也愈发高企。以电影市场为例，近两年来，一批题材相对小众且明星阵容更偏实力派的影片在收获高口碑评价的同时，也获得了不俗的票房回报，单片票房天花板得到较大幅度提升。同时，一些“流量型”内容却遭遇了较大瓶颈，同档期上映的影片中高影片质量与观众口碑成为最终胜出的关键。在游戏领域，逐渐成熟的用户从被动接受产品过渡到主动寻找产品，诸如女性向、二次元等较为新颖的细分品类市场迎来了高速增长，核心游戏玩家则被更为重度化的电竞、射击类游戏吸引，游戏行业在呈现红海竞争态势之中仍不乏增长点。

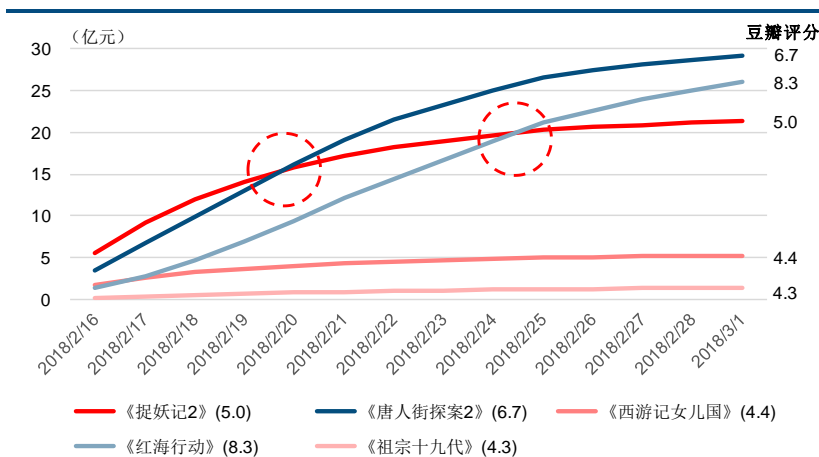
线下娱乐消费升级的趋势也顺应消费升级的主线趋势快速进入了大众视野，由于其在社交互动及体验效果上具备独特优势，诸多新业态形式的出现引领了传统线下娱乐转型升级的方向。传统的线下场景娱乐如传统院线、KTV、游戏厅、网吧等，普遍面临着变现模式单一、内容单薄、租金成本上升以及受众人群局限较高的问题。在此基础上，一批创新升级的线下娱乐业态迸发生机，以更加个性化、社交化、多元化的理念和商业模式引领着文娱消费生机新方向。根据艾瑞咨询的数据，线下娱乐行业市场规模预计在 2019 年达到 4900 亿元，同比增速保持在 15% 上下的稳健水平。代表新生代消费力量的 90 后、00 后在线下娱乐场景中有更高的参与度与消费倾向，现实场景的社交需求得到更好的满足。

图表20：近两年优质小众题材影片票房天花板提升

| 片名       | 国家 | 上线日期       | 累计总票房 (亿元)          | 题材       | 导演       | 主演                     | 出品  | 发行                             |
|----------|----|------------|---------------------|----------|----------|------------------------|---|--------------------------------|
| 《一条狗的使命》 | 美国 | 2017/3/3   | 6.06                | 剧情、喜剧、家庭 | 拉斯·霍尔斯道姆 | 布里特·罗伯森、乔什·加德          | 美国安培林娱乐公司   | 华夏电影发行有限责任公司                   |
| 《摔跤吧！爸爸》 | 印度 | 2017/5/5   | 12.99               | 喜剧、动作、家庭 | 涅提·蒂瓦里   | 阿米尔·汗、沙克希·坦沃、法提玛·萨那·纱卡 | 印度阿米尔汗影视制作公司<br>印度UTV影片公司   | 华夏电影发行有限责任公司                   |
| 《天才枪手》   | 泰国 | 2017/10/13 | 2.71                | 剧情、悬疑、犯罪 | 纳塔吾·彭皮里亚 | 茱迪蒙·琼查容苏因、查依·散顶腾古      | 泰国GDH559影视公司  | 华夏电影发行有限责任公司                   |
| 《无间西东》   | 国产 | 2018/1/12  | 7.54                | 爱情、战争    | 李芳芳      | 章子怡、黄晓明、王力宏、张震、陈楚生     | 上海腾讯企鹅影视文化传播有限公司<br>中国电影股份有限公司<br>北京太合娱乐文化发展股份有限公司<br>天津时代文化创意(北京)股份有限公司<br>幸福蓝海影视文化集团股份有限公司<br>深圳市腾讯视频文化传播有限公司<br>英皇(北京)影视文化传媒有限公司<br>北京京西文化旅游股份有限公司 | 北京合瑞影业文化有限公司<br>北京聚合影联文化传媒有限公司 |
| 《无名之辈》   | 国产 | 2018/11/16 | 4.23 (截至2018/11/28) | 剧情、喜剧、犯罪 | 饶晓志      | 马建斌、任素汐、潘斌龙、章宇         | 英皇影业有限公司<br>上海正夫影业文化有限责任公司<br>霍尔果斯少年派影业有限责任公司<br>深圳市一怡以艺文化传媒有限公司  | 北京京西文化旅游股份有限公司                 |

资料来源：猫眼，中信建投证券研究发展部

图表21：同档期影片中口碑效应更为突出



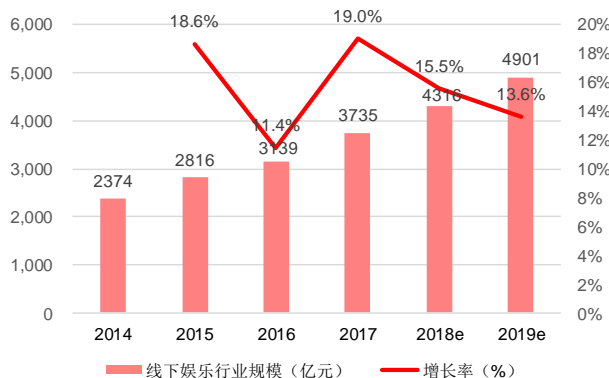
资料来源：猫眼，中信建投证券研究发展部

图表22：传统线下娱乐业态向新兴业态转型升级



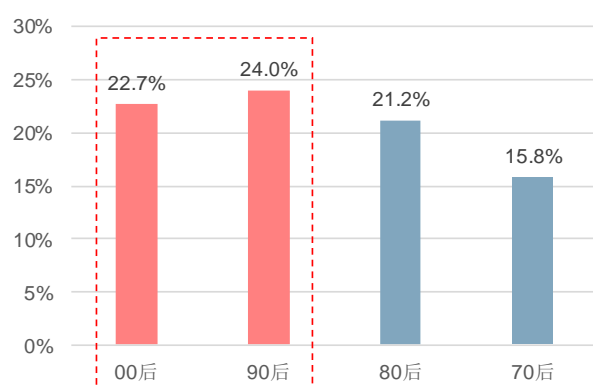
资料来源：艾瑞咨询，中信建投证券研究发展部

图表23： 2014-2019 中国线下娱乐行业规模及预测



资料来源：艾瑞咨询，中信建投证券研究发展部

图表24：“社交因素”是选择线下娱乐原因的人群占比



资料来源：艾瑞咨询，中信建投证券研究发展部

图表25： 各年龄段线下娱乐参与度

| 年龄段 | 新娱乐业态 |       |       |       |
|-----|-------|-------|-------|-------|
|     | 游戏电玩城 | 真人CS  | 密室逃脱  | 私人影院  |
| 00后 | 61.3% | 58.3% | 57.1% | 60.5% |
| 90后 | 58.5% | 47.7% | 47.5% | 41.7% |
| 80后 | 48.8% | 43.7% | 36.1% | 38.2% |
| 70后 | 33.0% | 31.3% | 22.5% | 26.3% |

资料来源：艾瑞咨询，中信建投证券研究发展部

图表26： 各年龄段用户半年线下娱乐消费大于 100 元占比

| 线下娱乐类别 | 00后   | 90后   | 80后   | 70后   |
|--------|-------|-------|-------|-------|
| 游戏     | 49.1% | 43.1% | 39.9% | 37.4% |
| 影视     | 49.1% | 36.3% | 35.0% | 27.3% |

资料来源：艾瑞咨询，中信建投证券研究发展部

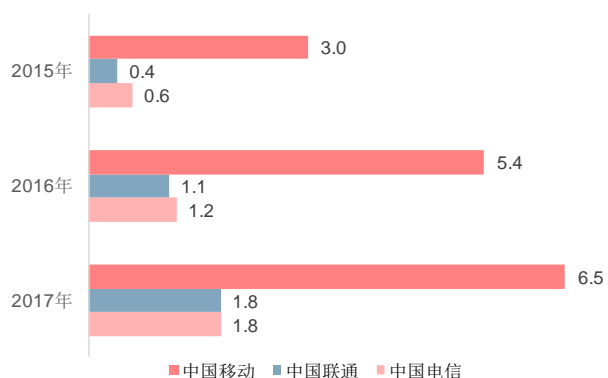
在线下场景娱乐领域，我们认为行业未来的发展方向将聚焦于：1) 线上线下加深融合：线上人口红利遭遇发展瓶颈，线下娱乐消费需求则亟待开发，线下场景既可以起到为线上平台引流的入口作用，同时也可以作为场景补充进而更深度合作开发双方的内容与社交资源；2) IP 内容综合开发：过去优质 IP 的孵化与传播、变现主要集中于线上的文娱形式，如动漫、影视和游戏等，结合线下场景进行开发不仅对线下娱乐项目本身意义重大，更是持续拓展 IP 内容粉丝群体、延长 IP 生命周期以及加强变现能力的关键；3) 享受新科技红利：线下娱乐场景更加注重现场的体验感，全息投影、VR 等高科技技术进一步提升线下娱乐沉浸感与互动趣味，激发文娱消费新动力。

### 1.2.3 挖掘下沉流量洼地，开拓文娱消费新空间

由于下沉市场人口分布相对分散，文娱业态在线下很难规模化整合，近年来移动互联网及低价智能机的广泛普及让下沉流量的文娱需求在线上实现了快速的“显性化”，一批由主打下沉市场起家的互联网平台快速崛起。尤其以“小镇青年”（下沉市场中的青年用户）为代表的群体，可用于娱乐的时间相对更为充足，而且社交互动的诉求也较为强烈，但其文娱需求却未被充分挖掘。过去，这类群体的文娱消费主要分散在线下场景，由于下沉市场的人口密度远低于城市，因此很难被规模化整合。如今，4G 移动互联网以及千元智能机都已实现了广泛普及，文娱消费的地域区隔在线上场景中被打破，一批嗅觉灵敏的互联网企业也通过对下沉流量的深挖实现了

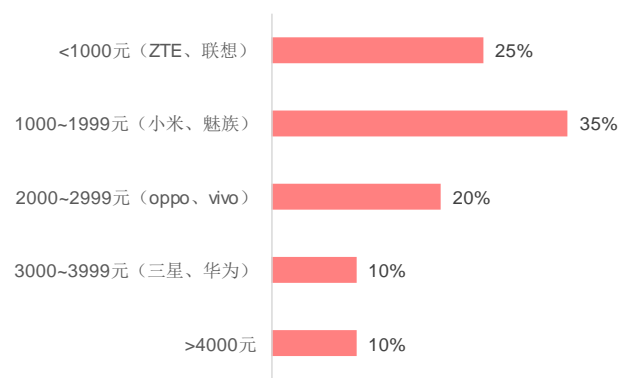
飞速发展。

图表27：三大运营商累计 4G 用户数（2015-2017）



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表28：国内智能机市场价格区间占比和代表品牌

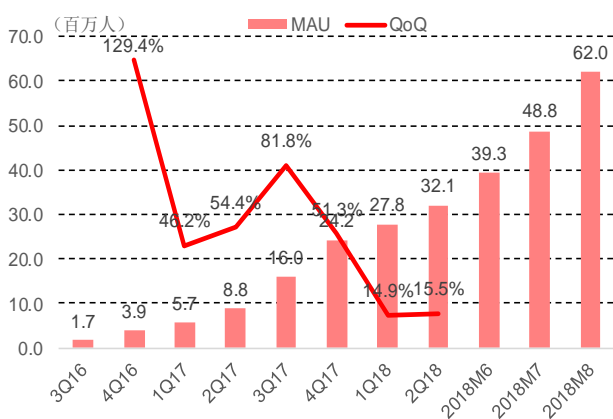


资料来源：中国产业信息网，中信建投证券研究发展部

以趣头条为例，其在运营策略上重点布局新闻资讯类 App 渗透率相对较低的下沉市场，用户拉新也持续向下沉市场倾斜。趣头条的运营模式采取“网赚”的社交裂变模式，充分利用了三四线城市用户群体休闲时间充分、价格敏感度高、社交动力强的特征，对用户生命周期内各个环节都设置了相应的激励，从而实现了用户规模的快速跃升。根据趣头条 IPO 招股书披露，其 2018 年二季度 MAU 达到 0.32 亿，2018 年 8 月 MAU 则迅速飞跃至 0.62 亿，单季度实现了 MAU 翻倍增长。

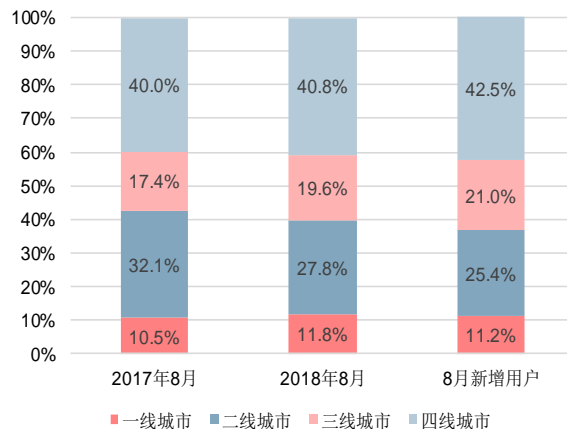
另外，一些原有用户分布在一二线城市分布更高的平台，在用户拉新上也更加注重向下沉市场倾斜。以小红书为例，其原有用户在一二线城市的分布比例约为 51%，占比过半，而 8 月新增用户中三四线城市用户占比则已达到近六成。

图表29：趣头条月活用户规模及增速



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表30：趣头条用户及 8 月新增用户城市等级分布



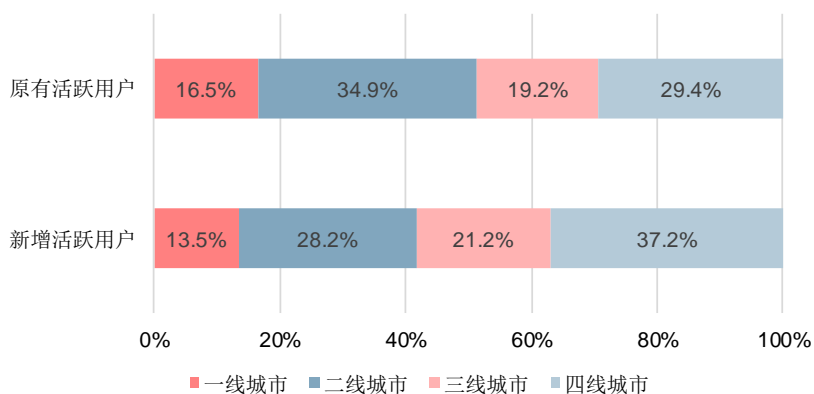
资料来源：Questmobile，中信建投证券研究发展部

图表31： 趣头条围绕用户全生命周期构建“网赚”裂变模式



资料来源: Questmobile, 中信建投证券研究发展部

图表32： 小红书原有活跃用户与新增用户在不同层级城市的分布



资料来源: Questmobile, 中信建投证券研究发展部



## 二、重温海外消费演进史，透视国内不同人群文娱消费特征

### 2.1 回首日、美两国消费百年之路

#### 2.1.1 日本四大消费社会：经济发展映射下的文化消费演进

自一战之后，日本经历了较为完整的文化变迁过程，著名社会学家三浦展在其著作《第四消费时代》中将百年来的日本划分为四个消费时代。**第一消费社会**：刚经历一战后，日本人口不断向城市地区集中发展，中产阶级数量不断增加，占国民总数一成或二成，音乐、杂志、广播等媒体娱乐文化迅猛发展，开始国民西方化的享受消费方式；**第二消费社会**：人口加速向城市集中，消费扩大到全国范围，中产阶级普遍化，3C 等商品随着批量生产普及，全民具有消费机会，模仿美国生活方式的日本生活得以实现；**第三消费社会**：石油危机后日本经济低增长，甚至负增长，此时消费单位由家庭转为个人，个性化、个人化商品畅销，单身人群增加，离婚率上升；**第四消费社会**：时代的开端较难界定，几大灾难性事件让民众体会到家庭、社会、人际联系的重要性，利他意识增强，消费从个人化趋于共享化，消费形式更趋向于精神消费，互联网娱乐文化业繁荣发展。

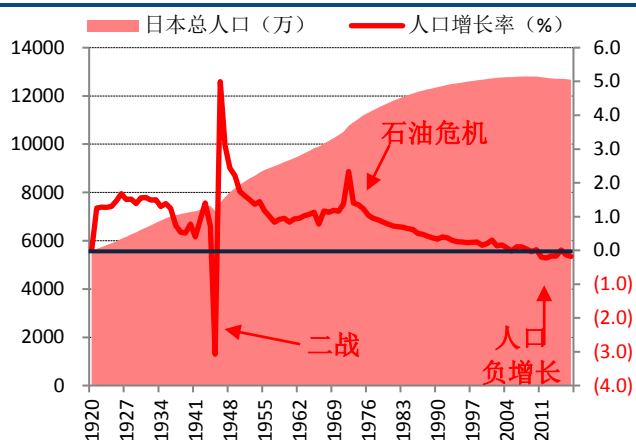
**图表33：日本四个消费时代及其特征**

| 时代划分  | 第一消费社会<br>(1912-1941)            | 第二消费社会<br>(1945-1974)                   | 第三消费社会<br>(1975-2004)           | 第四消费社会<br>(2005-2034)                |
|-------|----------------------------------|---|---------------------------------|--------------------------------------|
| 社会背景  | ①日俄战争胜利至中日战争②东京、大阪等大城市为中心的中等阶级诞生 | ①战败、复兴、经济高速增长期至石油危机②大量生产、大量消费③全国一亿中产阶级化 | ①石油危机到低增长、泡沫经济、金融破产、小泉改革②贫富差距拉大 | ①雷曼危机、两次大地震、经济长期不景气导致收入减少②人口减少导致消费收缩 |
| 人口    | 人口增加                             | 人口增加                                    | 人口微增                            | 人口减少                                 |
| 出生率   | 5%                               | 2%                                      | 2%-1.4%                         | 1.3-1.4%                             |
| 老年化比率 | 5%                               | 5%-6%                                   | 6%-20%                          | 20%-30%                              |
| 国民价值观 | National 重视国家                    | Family 重视家庭社会                           | Individual 重视个人                 | Social 趋于共享                          |
| 消费取向  | 西洋化、大城市倾向                        | 大量消费、美式倾向                               | 个性化、品牌倾向、欧式倾向                   | 朴素化、无品牌倾向、本土化                        |
| 消费主题  | 文化时尚                             | 每家一辆私家车、私人住宅、3C 大家电                     | 量变到质变、每家数量私家车、个人化小家电            | 联系是核心、几人一辆汽车、住宅共享                    |
| 消费承担者 | 中产阶级家庭、时尚男女                      | 小家庭、家庭主妇                                | 单身者、啃老族                         | 所有年龄层                                |

资料来源：《第四消费时代》，中信建投证券研究发展部

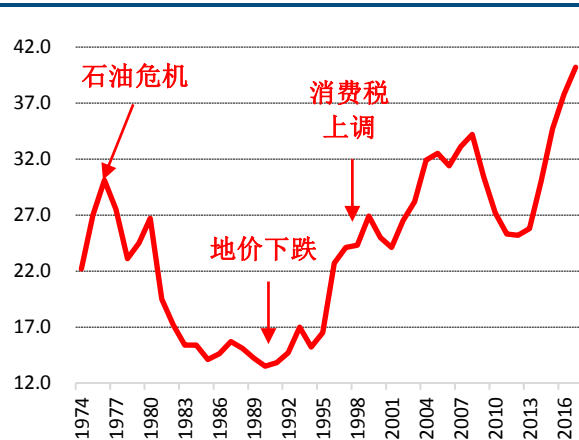
1947 年到 1949 年间，日本迎来二战后的第一次婴儿潮，人口增长率高达 6.82%，与此同时经济呈高速增长趋势，此时日本处于第二消费时代。1973 年石油危机导致经济高速增长期结束，泡沫经济的崩溃导致失业率大幅上升，1976 年日本失业率高达 30.10%，同时人口增长率从 2.33% 开始下降，迎来第三消费时代。1993 年地价下跌，经济增长率再次呈现负增长，1997 年相当一部分金融机构破产，1998 年由于消费税上调等影响，经济呈负增长，减少了对劳动力的需求，这段时期失业率从 17% 增长至 26.9%，是第三消费时代“结束的开始”。在 2011 年日本人口达到 1.278 亿后就持续减少，2016 年为 1.269 亿人。

图表34：日本近百年来人口变化及增速



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

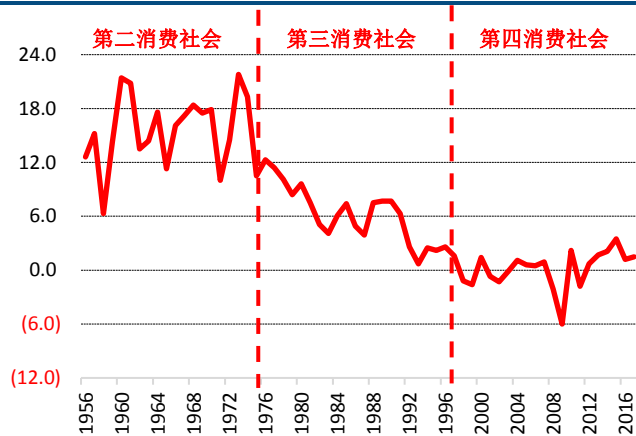
图表35：日本失业率 (%)



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

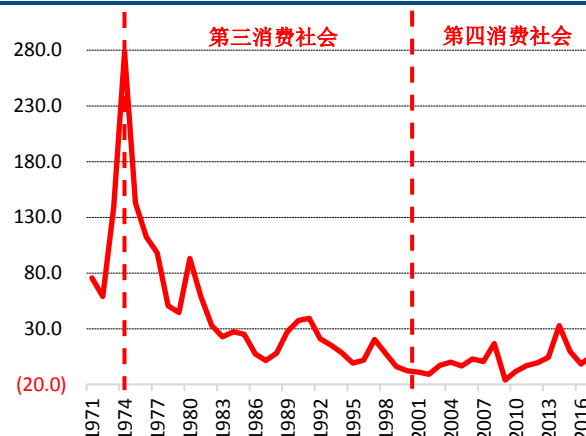
战后的日本重工业自 1955 年起开始复苏，在制造业为龙头下经济快速成长，GDP 于 1968 年超过西德成为世界第 2 位。1973 年，全球爆发第一次石油危机，日本经济陷入混乱，1974 年经济增长率锐减，战后以来的经济高成长宣告终结，CPI 增长率自 1974 年 278.1% 下降至 1979 年 44.4%，主要出口产品由钢铁转为汽车。此后根据 1985 年签订的广场协议，日元不得不升值而导致经济不景气。80 年代后，因为金融环境宽松，景气持续强劲，导致股票价格和地价大幅攀升，此即泡沫经济。90 年代，地价、股票价格急剧下跌，受泡沫经济崩溃引发的后遗症影响，日本经济长期低迷，被认为是“失去的十年”。2002 年后，在外国需求上升的拉动下，情况有所改善。

图表36：日本近六十年来 GDP 增长情况 (%)



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

图表37：日本近五十年来 CPI 增长情况 (%)



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

### 2.1.2 美国三大消费时代：从消费主义的繁荣到理性主义的回归

无线电、放映机等技术于 20 世纪 20 年代的发展和成熟开启了现代美国文化产业的崛起之路。以二战和冷战结束为节点，可以大致的将美国文化消费分为三个阶段。**第一阶段：消费主义降临**，新教伦理的禁欲主义让位享乐主义。一战中美国大发战争财，积累了相当的物质基础，借助着科技和经济结构的变化，美国进入了“柯立芝繁荣”时期，大规模的生产、内需不断被刺激使得以汽车、房产、日常生活用品为核心的大众消费热情高

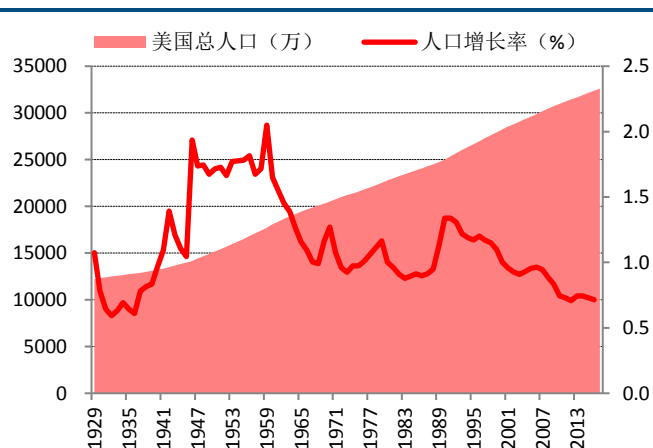
涨，幸福感增强带来了文化消费的快速起步，无线电技术让广播业兴起，一时间爵士乐风靡全美；放映机带来了电影业，电影带着强烈的娱乐消费和感情寄托色彩，以至于在大萧条时期电影业也未受到影响；显像管技术催生了电视机的发明，文化消费方式被大大扩充。**第二阶段：新自由主义逐渐成熟**，文化强输出。战后的美国消费主义继续引导着人们对奢靡生活的不断追求，女权主义带来新的消费热点，奢侈品大卖，“雅皮士”兴起。此外新自由主义减少政治对市场的干预与新一轮的技术革新使得文化产业需求和供给突增，借助着强势的经济优势促使文化输出。**第三阶段：理性主义回归**。冷战结束后，全球化、多元化和信息化成为了时代主题，美国被动加入多元文化乃至整个消费品市场的竞争，与此同时国内收入差距不断加大，贫富分化加剧。新生代作为美国的主流消费群体出生于多元化时代，购物选择更多更加看重商品的性价比，货比三家带来理性消费。

**图表38： 美国三个消费时代及其特征**

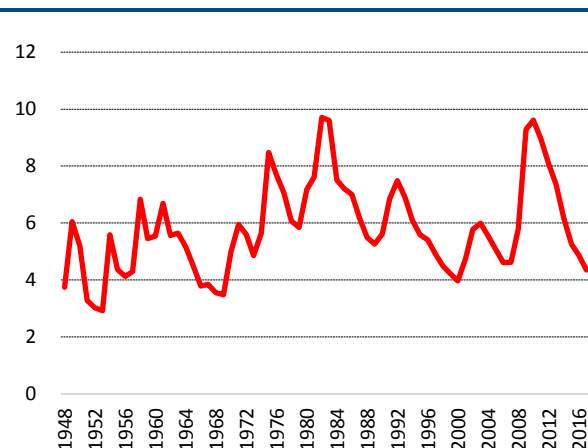
| 消费时代        | 消费主义降临<br>1920s-1940s | 新自由主义逐渐成熟<br>1960s-1990s | 理性主义回归<br>1990s 以来            |
|-------------|-----------------------|--------------------------|-------------------------------|
| 社会背景        | 柯立芝繁荣，科技发展，消费结构变化     | 新自由主义的勃兴，经济快速发展，文化产业繁荣   | 网络业的崛起，信息革命的加速，全球文化产业进入多元竞争时代 |
| 人均 GDP      | 800-5000 美元           | 9000-30000 美元            | 30000 美元以上                    |
| 人均 GDP 平均增速 | 5.53%                 | 7.24%                    | 3.99%                         |
| 人均可支配收入平均增速 | 4.13%                 | 7.32%                    | 3.63%                         |
| 消费主题        | 汽车的普及、耐用消费品革命         | “雅皮士”兴起，追求个人成就和高层次物质享受   | 注重性价比                         |
| 文化产业        | 广播业、电影业迅速发展，电视业逐步萌芽   | 电视业蓬勃发展                  | 网络业的冲击，推动传统文化产业更新换代，电子版代替纸质报  |

资料来源：《美国文化产业发展的历程及启示》，中信建投证券研究发展部

美国人口的稳定增长，刺激了消费需求，成为支撑美国文化消费的内在动力来源。从 1929 年的 1.21 亿人增加到 2017 年的 3.26 亿人，1947-1962 年人口增长率都稳定在 1.5% 以上。1970-1986 年，美国经济处于滞胀期，失业率在 1986 年高达 9.6%，通货膨胀与失业并存，加剧美国经济与社会问题。2000 年以来，在互联网和房地产两大泡沫的影响下，美国失业率仍有波动，但仍长期保持在 5% 左右。

**图表39： 美国近九十年来人口变化及增速**


资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

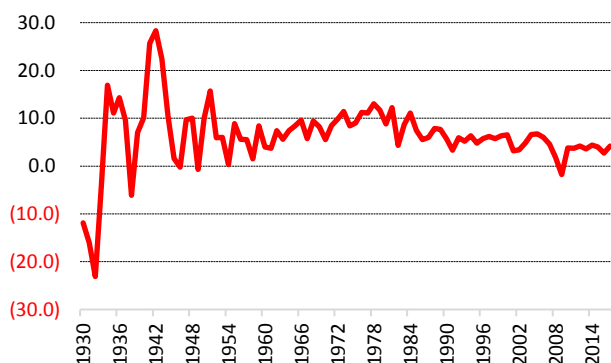
**图表40： 美国近七十年失业率 (%)**


资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

战后美国经济自 1946 年开始迎来经济高速繁荣，并在 60 年代达到顶峰，在这一阶段社会生产力水平和物

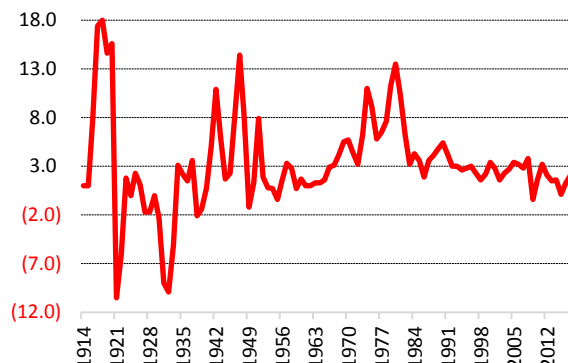
质生活水平都迅速提高。1974-1980年，美国经济处于滞胀期，直至1983年经济才开始迎来复苏，并且伴随着信息及通讯革命驱动步入新经济时期，并长期保持全球经济霸主地位。

图表41：美国近九十年来 GDP 增长情况 (%)



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

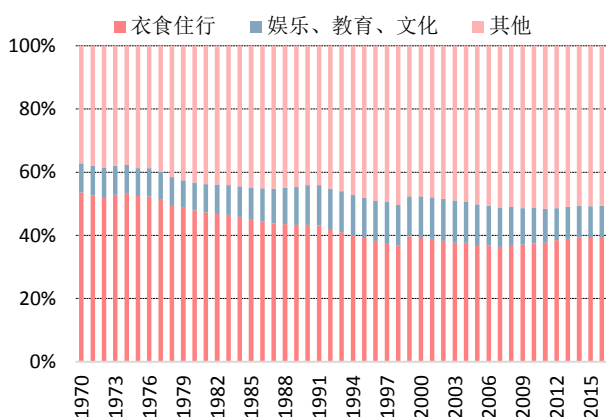
图表42：美国百年来 CPI 增长情况 (%)



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

日美的文娱消费都经历了近百年的演进，均未在消费行为上出现明显的分化现象。整体上看，日美的消费水平和国家的经济发展速度相匹配，而生存性的消费比例不断减低，人们的基本生活成本下降，相对应的在精神层面的文化娱乐消费则更被关注，占比消费的总支出不断上升。日本于上个世纪70年代便有了“一亿总中流”的提法，中产阶级庞大，收入、财富差距及生活水平均等化程度较高，尽管在经济泡沫之后社会结构正在发生着变化，但长期的经济低迷对整体社会产生了一致性较强的影响，人们不再热衷奢侈品等炫耀性消费。“低欲望”消费与“极简主义”的盛行带来了无印良品、优衣库等品牌的热销。美国社会虽存在着较大的贫富差距，但高速的经济发展带来了全民的消费结构升级，恩格尔系数的不断降低让民众渐渐摆脱生存压力，随即而来的是消费结构转换即文娱消费占比的不断上升。

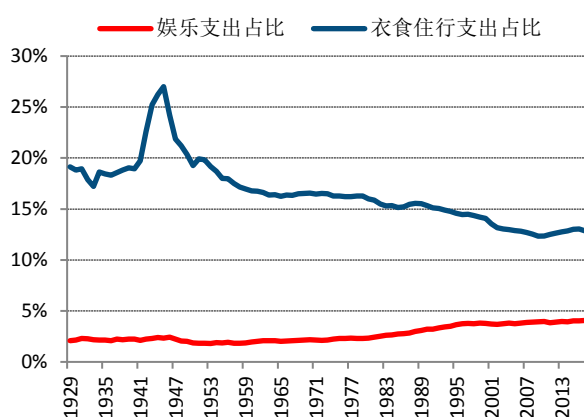
图表43：日本各类型支出占总支出的比例



资料来源：日本社会经济调查院，中信建投证券研究发展部

(注：1999年由于统计口径变化导致各项比例较大变动)

图表44：美国娱乐性支出与生存性支出占总支出的比例



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

中国的文娱消费之所以出现了明显的分级现象有诸多原因。1) 中国文娱消费起步时间较短，在文化产品爆炸式生产的时代，消费者可选性极强。2) 文化娱乐消费和价值观念、地域差别、出生年代、收入水平有着明显的相关关系，自然的将受众划分开。其中贫富差距带来了区域发展的不均衡、文娱产品的可获得性存在差异、

生活压力限制了精神层面的消费能力。3) 互联网高速普及的时代，对文化传播产生了巨大影响，甚至重新定义了很多的娱乐方式。产业商业模式也在快速演进：从人口红利、流量红利到流量入口；到渗透率与付费率；从 B2C 到 C2C 再到 B2B 等。互联网给文娱消费带来了很大的不确定性。

### 2.1.3 典型行业案例：美国电影业几度起伏与日本二次元亚文化崛起

电影在美国是民众精神寄托和文化载体，同时还是新兴技术和时尚潮流的具体应用场景，所以给予了其多环境生存的强大生命力。美国电影行业发展超 100 年，科技与拍摄手法不断进步以及资本注入是电影产业的最主要的供给端动力；而在需求端，由于电影的观影成本较低，且有符合各消费层次的影院提供观影服务，电影成为适应城市平民的大众娱乐。正因为观影的价格门槛较低，让美国出现了奇怪的现象：在经济大萧条时代，工人失业，社会气氛压制的时候，电影业反而得到了蓬勃发展，电影成为人们宣泄和憧憬的途径；在经济进入了高速稳定发展时期，人均收入的提升提振了民众的消费热情，对美好生活的向往和对未来预期的改变再次促进了人们都娱乐的需求增多，好莱坞迎来新一轮高速发展。

**图表45： 美国电影发展史**

| 时间          | 阶段     | 特征  | 经济环境   |
|-------------|--------|---|--|
| 1893-1926 年 | 无声电影   | 爱迪生发明电影，好莱坞兴起，八大电影公司成立，电影迅速获得广大消费者的认同，美国在全球范围获得霸主地位   | 19 世纪末 20 世纪初，美国的城市工业发展和中下层居民迅速增多，电影成为适应城市平民需要的一种大众娱乐          |
| 1926-1929 年 | 早期有声电影 | 有声电影技术发明，开启了电影制作的新时代：新的媒体，新的影院                        |  |
| 1929-1946 年 | 蓬勃发展   | 美国电影进入 20 年的黄金时代，开始工业化生产，类型片迅速占领市场                    | 美国进入经济大萧条时代，工人失业，社会气氛压抑，电影成为人们宣泄恐惧的途径                          |
| 1947-1970 年 | 二战后的衰落 | 政治风暴，派拉蒙判决给电影产业带来了极大的冲击，电视的普及促使电影业开始发生变革              |  |
| 1980 年至今    | 新的时代   | 管制政策不断放松，电影产业体系逐渐完善，产业集中度不断提高，数字技术带来了新的变革，好莱坞电影再次风靡全球 | 70 年代末，美国经济进入了高速稳定发展时期，人均收入的增长使得人们对娱乐的需求增多，好莱坞再度出现曙光，各类型影片欣欣向荣 |

资料来源：中企顾问网，中信建投证券研究发展部

进入第四消费社会的日本人更宅了，借助了互联网的便利，御宅族将二次元文化发展到了极致。在经历了经济泡沫破灭、东欧剧变等环境突变，新一代民众不再过多的在意政治，已经相对富足的生长环境让他们更多的将关注点落在自己身上，挖掘自己精神层面的偏好。以动漫为核心代表的二次元文化载体其实发展已经有 100 年的历史，而当互联网助力、经济下行、御宅族群体不断扩大等诸多因素相互作用之后，二次元热潮袭来，伴随的同人志、cosplay、Vocaloid、手办等衍生品等市场也不断扩大。

**图表46： 以二次元文化为主体的“御宅族”主要市场和概况**

| 市场分类   | 市场概括   | 2015 年度<br>营收 | 2016 年度<br>营收 | %      | 2017 年营收<br>(预测) |
|--------|--|---------------|---------------|--------|------------------|
| 同人志    | 现场贩卖现象减少，取而代之的是客户定制以及网络下载，并且势头良好                           | 775           | 795           | +2.58% | 817              |
| 塑料拼接模型 | 动画角色类模型十分好卖，尤其是“高达”系列，面向年轻人投放了大量新商品。另一方面，比例模型虽然低调，但是核心粉丝稳定 | 266           | 275           | +3.38% | 277              |

|              |  |       |       |         |       |
|--------------|--|-------|-------|---------|-------|
| 手办           | 泛用户增加，新内容产品的出现，以及访日外国游客人数的增加，市场扩大，形势良好。但是商品价格低廉等问题也逐渐显现        | 320   | 320   | +0%     | 325   |
| 娃娃·人偶        | 15年现象级作品的增加拉到了市场，16年打回原形。但是核心粉丝层极其稳定，市场可以保持平稳                  | 135   | 130   | -3.7%   | 125   |
| 铁道模型         | 常规商品以及面向萌新的入门商品市场平稳，但是由于缺乏话题性商品，16年市场没有扩大，17年新品发售，期待市场表现       | 105   | 105   | +0%     | 108   |
| 偶像           | “杰尼斯”“AK848”粉丝支撑了市场。此外，多个偶像团体的新登场有望拓展市场                        | 1,550 | 1,870 | +20.6%  | 2,100 |
| Cosplay 服装   | 宴会、聚会、万圣节等大众狂欢下，消费者的认可度不断提高。但是由于网络销售，价格降低，市场在缩小                | 435   | 390   | -10.34% | 350   |
| 女仆、cos 相关服务业 | 两级分化严重，大企业成功扩大顾客层，普通店铺由于业务调整等，生存情况日益严峻                         | 115   | 111   | -3.48%  | 111   |
| 成人游戏         | 虽然数字版销量日渐增加，但不足以弥补软件销售不佳所亏损的部分。这一情况有延续倾向                       | 176   | 168   | -4.55%  | 160   |
| 恋爱游戏         | 面向女性消费者，市场逐渐触顶。而且，同质化严重，竞争激烈                                   | 163   | 150   | -7.98%  | 155   |
| Vocaloid     | 以“初音”为契机形成的市场。演出会、周边、二次利用等衍生市场活跃。对于角色，大众认知度高，三次元利用广泛，市场前景良好    | 92    | 96    | +4.34%  | 100   |
| 玩具枪·真人生存游戏   | 随着近年生存类网络游戏的增加，新消费群增长势头良好，也带动了玩具枪的消费。今后开拓新用户，增加现有粉丝的回头率，稳定推进市场 | 197   | 203   | +13.4%  | 209   |

资料来源：三文娱，中信建投证券研究发展部

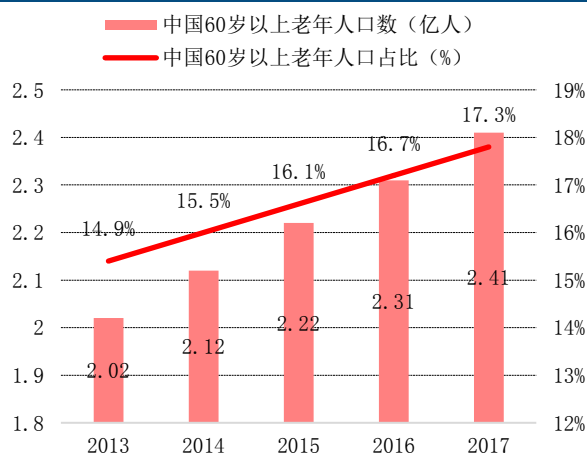
## 2.2 国内文娱消费在人群间分级现象的再审视

社会经济发展与精神文化层面的消费特征息息相关，近年国内出现的许多与热点或热议话题背后，实际也体现着各时代背景下层状化人群表现出的消费分级现象。在多维度的人群划分下，处于不同象限内的各类人群呈现出其特有的消费特征，并在一定程度上与海外成熟的消费文化演进进程相呼应。

### 1) 空巢老人

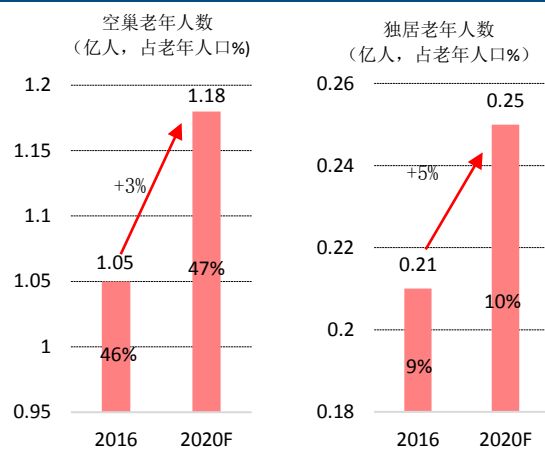
空巢老人群体是我国城镇化进程的产物，并伴随着社会老龄化加深不断增多。国家统计局数据显示，2016年我国60周岁及以上人口2.3亿人，占总人口的16.7%；《2017中国老年消费习惯白皮书》显示，我国空巢老人超过1亿人，独居老人超过2,100万人。60岁以上老人，约25%有不同程度的孤独感。

图表47: 60岁以上人口数(亿)及占比(%)



资料来源: 2017 中国老年消费习惯白皮书, 中信建投证券研究发展部

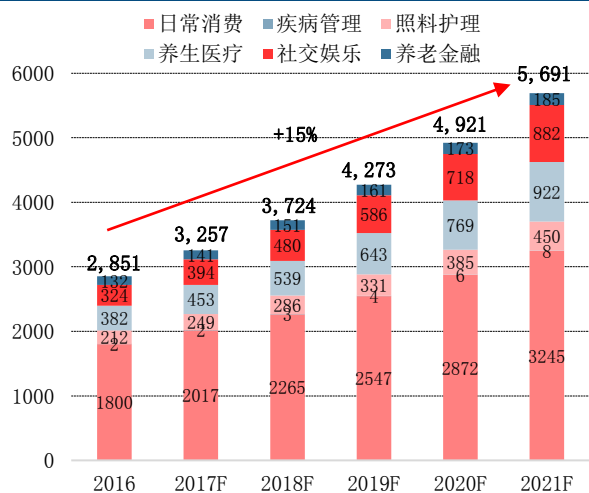
图表48: 空巢老人与独居老人人数(亿)



资料来源: 2017 中国老年消费习惯白皮书, 中信建投证券研究发展部

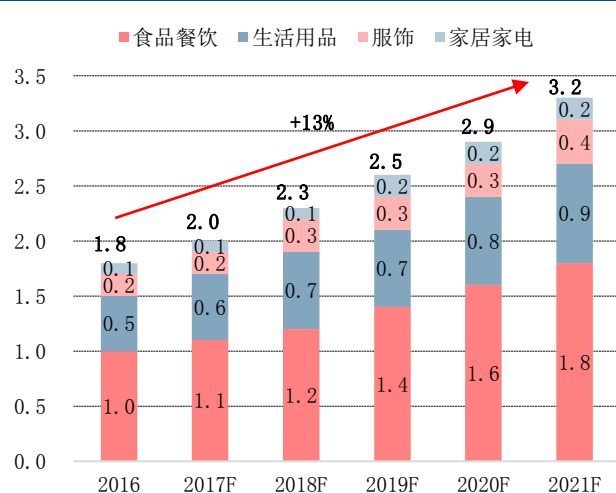
城市空巢老人的收入来源主要为离退休金, 农村空巢老人收入来源主要为农业以及子女的供给。由于消费观念的固化以及对健康医疗的养老需求, 老年人的平均消费倾向不高, 食品、医疗、生活用品占据了空巢老人生活消费的前三位, 社交娱乐、服饰、家居、养老金融次之。这类群体对应着日本第一、二消费时代, 购买力不强, 没有较大的个性化需求, 追求整齐划一的标准化产品。

图表49: 老年市场总体规模(亿)



资料来源: 2017 中国老年消费习惯白皮书, 中信建投证券研究发展部

图表50: 老年日常消费市场规模(万亿元)



资料来源: 2017 中国老年消费习惯白皮书, 中信建投证券研究发展部

图表51: 重庆市城镇空巢家庭8大类消费支出绝对额及占生活消费支出占比(单位:元,%)

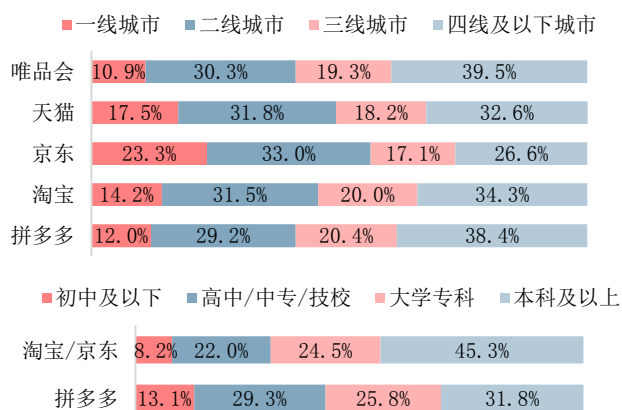
|     | 食品   | 衣着   | 家庭设备用品及服务 | 医疗保健 | 交通通信 | 教育文化娱乐服务 | 居住   | 其他商品和服务 |
|-----|------|------|-----------|------|------|----------|------|---------|
| 绝对额 | 8005 | 1553 | 1266      | 1930 | 967  | 974      | 1329 | 358     |
| 占比  | 48.9 | 9.5  | 7.7       | 11.8 | 5.9  | 5.9      | 8.1  | 2.2     |

资料来源: 重庆经济, 中信建投证券研究发展部

## 2) 拼多多, 趣头条

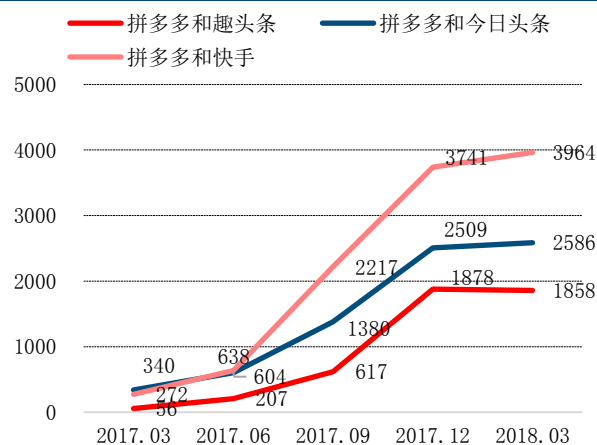
拼多多与趣头条是“渠道下沉”模式的代表, 通过抓准三四五六线城市人群的消费心理快速席卷市场, 其面向的群体与提供的低廉、标准化产品加之移动互联网发展给予生产内容的一定可选性正对应着日本第二消费社会到第三消费社会转型的阶段, 生活与文化消费欲望强烈, 在追求质优价廉的同时, 积极借助新科技寻求自身的差异化发展。拼多多凭借“社交+电商”的购物模式以及极低的价格定位满足了该类人群的心理, 迅速占领了该部分市场。此外, 三四线及以下城市人际关系链紧密, 用户生活节奏较慢, 有相对充足的阅读时间来满足精神生活的需求, 而趣头条主打轻阅读和泛娱乐的内容, 通过送福利和社交链驱动, 成为资讯领域的新独角兽。在用户城市地域分布上, 拼多多有 88% 的用户处于二三四线及以下城市。这个占比高于淘宝、京东和天猫。在学历分布上, 使用拼多多的本科及以上学历为 31.8%, 低于淘宝/京东。QuestMobile 数据显示, 从用户地域分布上, 拼多多和趣头条用户分布极其相似, 两者重合用户数 3 月达到 1858.4 万, 占拼多多当月月活跃用户总数的 12.9%, 占趣头条当月月活用户总数的 49%。

图表52: 主要电商的用户分布



资料来源: QuestMobile, 企鹅调研平台, 中信建投证券研究发展部

图表53: 拼多多与其他三大产品的用户重合数



资料来源: QuestMobile, 中信建投证券研究发展部

## 3) 养成系

和偶像一起成长的养成过程成为追星的新潮流。粉丝追求个性解放以及精神层面的满足, 期待与偶像实现“零距离”的互动。于是以培养、陪伴成长为诉求点, “贩卖”真实成长过程的养成系文化产品迅速走红, 网络综艺《偶像练习生》、《创造 101》就是其中的代表。他们利用新媒体社交平台, 让观众或粉丝能够参与到偶像的成长中来, 获取安全感和成就感, 产生自我认同。该类群体处于日本第三消费社会和第四消费社会相重叠的区间, 追求个性差异与寻求精神认同同时存在。

根据猫眼数据统计, 《偶像练习生》总播放量 33.1 亿, 微博话题阅读 155.2 亿, 讨论 1.4 亿。《创造 101》总播放量达 49.2 亿, 微博话题阅读量达 158.5 亿, 讨论 1.1 亿, 微博热搜词条达 725 条。根据艺恩的统计, 2017 年网综年度流量之冠是《明日之子》, 微博话题阅读为 93.6 亿, 而今年播放量排名第一的《奔跑吧第二季》的微博话题讨论只有 9.4 万, 相关话题阅读量只有 2214.5 万, 与《创造 101》《偶像练习生》相差甚远, 可见养成系作品的受众群之大。



图表54：热门综艺信息节目汇总

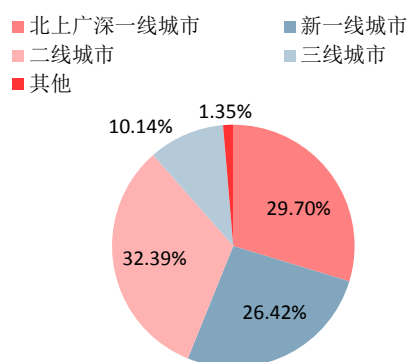
| 综艺名称        | 播出时间       | 播放量/豆瓣评分/<br>评价人数 | 播出平台          | 制作/出票公司         | 类型     |
|-------------|------------|-------------------|---------------|-----------------|--------|
| 《奔跑吧 第二季》   | 2018.4.13  | 59.3 亿/5.9/11823  | 浙江卫视、腾讯、爱奇艺   | 浙江卫视节目中心        | 户外竞技   |
| 《创造 101》    | 2018.4.21  | 49.2 亿/5.8/22003  | 腾讯            | 企鹅影视、七维动力       | 女团青春成长 |
| 《明日之子 第二季》  | 2018.6.30  | 39.3 亿/5.3/7411   | 腾讯            | 腾讯视频、哇唧唧哇、TME   | 偶像养成   |
| 《偶像练习生》     | 2018.1.19  | 33.1 亿/5.9/21013  | 爱奇艺           | 爱奇艺、鱼子酱         | 偶像养成   |
| 《歌手 第二季》    | 2018.1.12  | 28.8 亿/6.5/9852   | 湖南卫视、芒果 TV、优酷 | 湖南卫视节目中心        | 音乐     |
| 《极限挑战 第四季》  | 2018.4.29  | 24.4 亿/7.9/19421  | 东方卫视、优酷       | 上海东方卫视          | 互动励志体验 |
| 《向往的生活 第二季》 | 2018.4.20  | 23.9 亿/8.2/14126  | 芒果 TV、爱奇艺     | 湖南卫视、合心传媒       | 生活服务纪实 |
| 《我是大侦探》     | 2018.3.24  | 23.3 亿/5.9/14082  | 芒果 TV、腾讯      | 湖南卫视节目中心        | 推理秀    |
| 《王牌对王牌 第三季》 | 2018.2.2   | 22.3 亿/6.6/5060   | 浙江卫视、腾讯       | 浙江卫视节目中心        | 室内竞技   |
| 《吐槽大会 第二季》  | 2017.12.10 | 19.5 亿/6.9/13697  | 腾讯            | 笑果文化            | 脱口秀    |
| 《这就是街舞》     | 2018.2.24  | 16.7 亿/8.6/42687  | 优酷            | 优酷、天猫、巨匠、灿星     | 街舞真人秀  |
| 《这！就是街舞》    | 2018.2.24  | 15.9 亿/8.5/36946  | 优酷            | 优酷、天猫、微博、巨匠     | 街舞选拔   |
| 《中国新说唱》     | 2018.7.14  | -/4.8/14891       | 爱奇艺           | 爱奇艺             | 说唱真人秀  |
| 《星动亚洲 第二季》  | 2018.10.14 | -                 | 安徽卫视、爱奇艺      | 安徽卫视、韩国 MBC 电视台 | 偶像养成   |

资料来源：中国电影票房吧，中信建投证券研究发展部

#### 4) 单身贵族

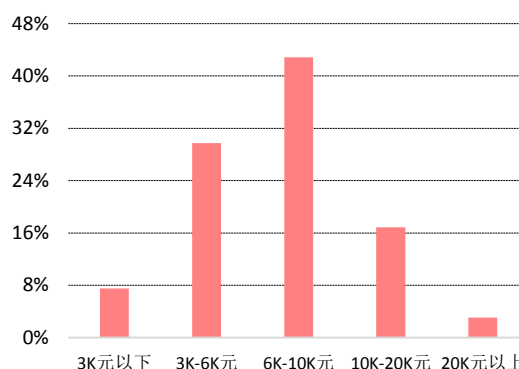
据《中国统计年鉴 2017》抽样分析显示，2016 年我国单身人口总数已达 2.40 亿，较 2013 年增长 29%。目前，90 后已经成为单身群体的在主力军，占比高达 47.68%；一二线城市单身群体占比最高，二线城市占比 32.39%；单身群体的月收入主要集中在 6K-10K 之间，体现了较高的可支配收入和较强的消费水平。

图表55：一二线城市单身群体占比最高



资料来源：速途研究院，中信建投证券研究发展部

图表56：单身群体的月收入主要集中在 6K-10K 之间

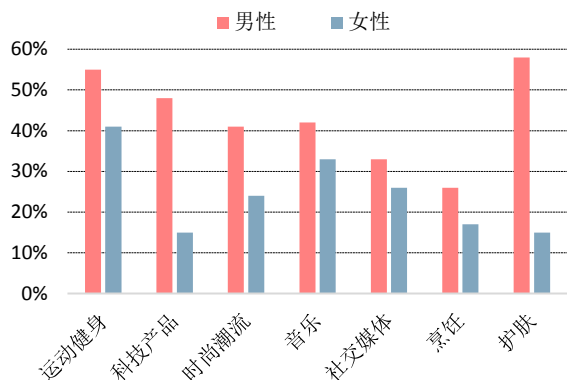


资料来源：速途研究院，中信建投证券研究发展部

中国单身贵族的文化消费兼具日本第三社会与第四社会的特征。一方面，由于无需承担较多的家庭责任，单身人群更倾向于关注自我、提高自身生活质量的个性化和品质化消费，通过文化消费满足自己的娱乐、社交及发展需求。另一方面，现实的工作压力和来自长辈的催婚压力使得年轻单身人群的物质消费变得保守，转而通过文化消费寻求精神认可和陪伴，促使御宅文化盛行。以游戏宅为例，2015 年移动社交平台陌陌发布的单身

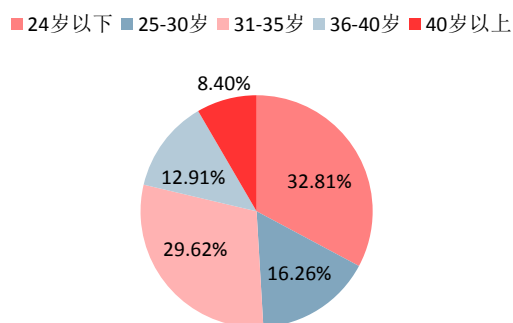
数据报告显示，全国游戏爱好者中单身比例高达 75%。2017 年中国移动游戏用户年龄比例中，单身人士聚集年龄段 25-35 岁用户比例达到 45.88%。以单身女性为为主要对象的乙女类游戏《恋与制作人》上线即成为爆款游戏，上线一个月内日活跃用户数达到 202.01 万，直接证明了单身群体的文化消费潜力。

图表57： 单身群体文化消费满足娱乐、文化和发展需求



资料来源：英敏特，中信建投证券研究发展部

图表58： 25-35 岁移动用户比例高达 45.88%

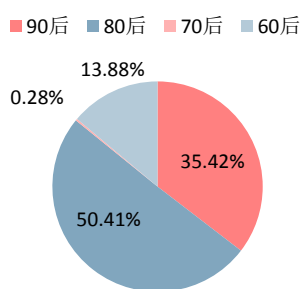


资料来源：易观智库，中信建投证券研究发展部

### 5) “丧文化”族

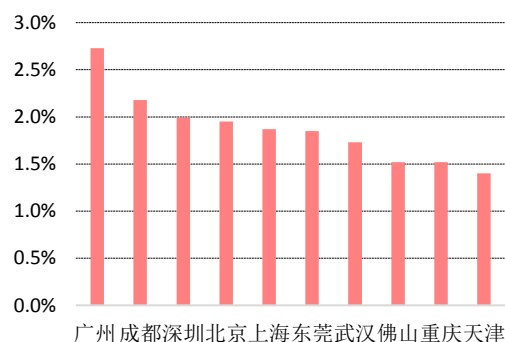
中国的“丧文化”概念兴起于 2016 年，以“葛优躺”表情包的流行作为标志。依托表情包、电视剧、动画片等载体，青年一代的颓丧的负面情绪通过社交媒体广泛传播，成为了青年亚文化的新型表现形式。根据 2017 年 UC 大数据的调查，80、90 后是“丧文化”一族的主力军，一二线城市的“丧文化”表现明显。

图表59： 80 后、90 后是“丧文化”一族的主力军



资料来源：UC 大数据，中信建投证券研究发展部

图表60： 一二线城市的丧文化表现明显



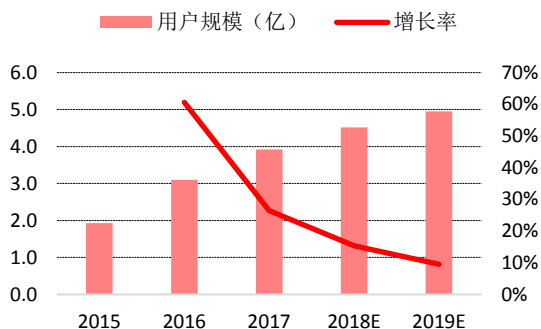
资料来源：UC 大数据，中信建投证券研究发展部

中国的“丧文化”族与日本的“丧文化”族有本质区别。日本的“丧文化”族处于第四消费社会，长期停滞不前的经济使得年轻人的物质欲望极度匮乏，企图通过文化消费寻找精神寄托；而中国的“丧文化”族兼具日本第三消费社会和第四消费社会的特点，在目睹了数次地震、房价高企及就业困难等种种社会问题的同时，他们也见证了中国经济的飞速发展。“丧文化”成为年轻人用来宣泄情绪和逃避社会的保护壳，在短暂的情绪释放后，他们仍然在为自身未来发展努力，为提高生活质量奋斗。

### 6) 直播用户

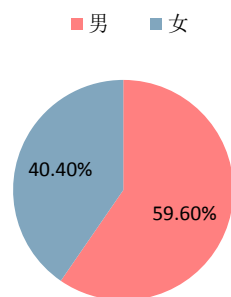
2016 年是中国的“直播元年”，经过爆发式增长后，2017 年行业开始回归理性，在线直播行业用户规模达到 3.92 亿人，同比增长 26.5%。根据极光数据发布的 2018 年 3 月直播 App 行业研究报告，直播 App 用户以 30 岁以内的男性用户为主，超过六成的直播 App 用户来自三线及以下城市。

图表61： 2017 年在线直播行业用户规模达 3.92 亿



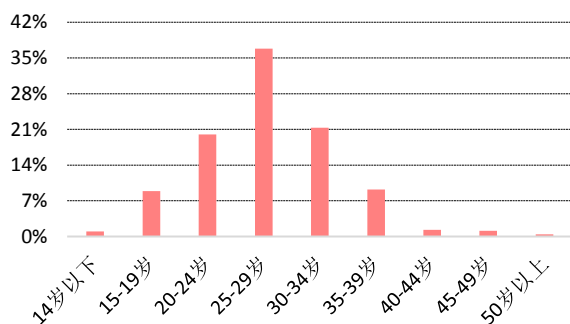
资料来源：中商产业研究院，中信建投证券研究发展部

图表62： 直播 APP 用户以男性为主



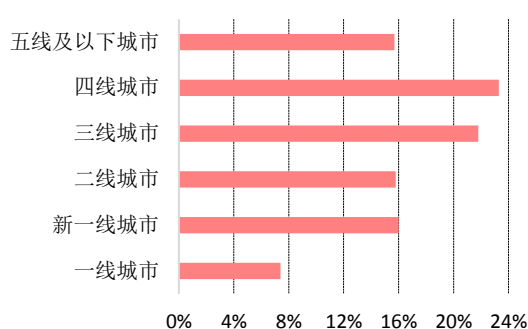
资料来源：极光大数据，中信建投证券研究发展部

图表63： 25-29 岁的直播 APP 用户最多



资料来源：极光大数据，中信建投证券研究发展部

图表64： 超六成直播 APP 用户来自三线及以下城市



资料来源：极光大数据，中信建投证券研究发展部

直播内容的丰富性导致直播用户的消费特点复杂多变。总体来说，直播用户偏好社交并喜欢听唱看玩的娱乐类消费，符合日本第三消费社会的个性化消费特征。从直播用户的类型来看，线上直播既可以是人们在工作闲暇时消遣和娱乐的方式，也可以是追星和寻求精神陪伴的工具，成功涵盖了具有日本第三和第四消费社会特征的人群。

图表65： 直播用户类型多样

| 用户类型  | 特点               | 比例     |
|-------|------------------|--------|
| 寻求陪伴型 | 渴望获得陪伴、重度用户、付费率高 | 8.60%  |
| 追星型   | 紧跟明星步伐、主要与明星互动   | 13.20% |
| 电竞游戏型 | 关注主播游戏技能和人格魅力    | 19.70% |
| 追逐潮流型 | 通过朋友介绍或广告接触直播    | 8.50%  |

|       |                 |        |
|-------|-----------------|--------|
| 轻松消遣型 | 释放压力的方式、秀场直播比重高 | 29.40% |
| 消磨时间型 | 闲暇时间浏览、轻度用户     | 20.60% |

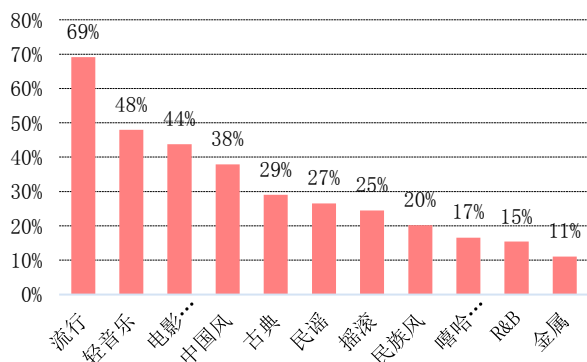
资料来源：网红之红，中信建投证券研究发展部

## 7) 民谣

民谣旋律舒缓惬意，打动人心，诠释简单的理想状态和淳朴的思想情感，引发共鸣。赵雷的蹿红、朴树重回大众视野表明了民众回归本心，希望在忙碌之余放松自我，在音乐中寻找内心港湾的精神面诉求。在流行音乐创作陷入瓶颈期的当下，民谣几乎都是流行音乐的代名词，在市场上独占一席。

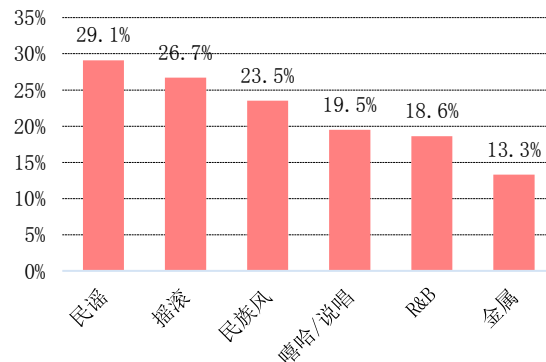
民谣偏好群体具有更高的付费倾向，购买力更强。通过民谣寻求共鸣，慰藉心灵，对精神本质的诉求与日本消费的第四消费社会接近。《2017年中国在线用户的音乐偏好》显示在线用户中有26.5%的人喜欢民谣，而付费用户中对民谣的付费意愿最强，占到了29.1%，显示了具有较高音乐支付倾向者与民谣偏好群体的一定重合性。民谣歌手身上具有的去“商业化”、去“娱乐化”、去“大众化”等特殊品质更加使人亲切，传唱内容贴近生活。该部分偏好人群对应着日本消费的第四消费社会，经济高速发展的时代过去，消费结构面临调整，人们返璞归真，注重精神层面的满足。

图表66：2017年中国在线音乐用户的音乐偏好



资料来源：艾瑞咨询，中信建投证券研究发展部

图表67：2017年中国付费在线音乐用户的音乐偏好

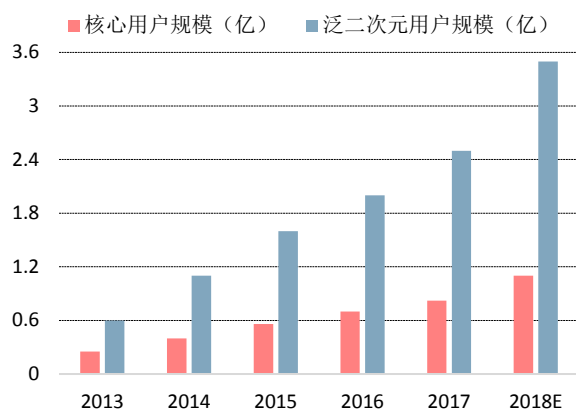


资料来源：艾瑞咨询，中信建投证券研究发展部

## 8) 二次元

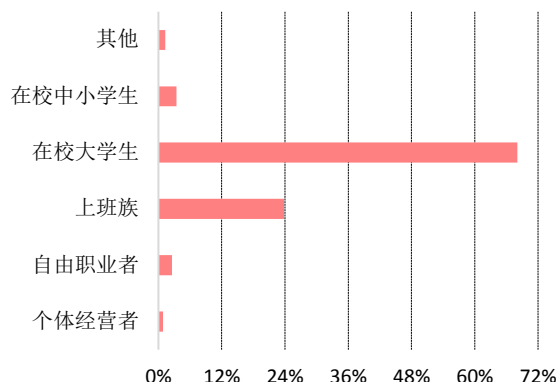
二次元的用法起源于日本，现在用来泛指动画、漫画、游戏、小说、虚拟偶像、部分电影、部分电视剧以及其衍生同人创作及周边产品等。中国的二次元产业自上世纪90年代开始萌芽，2001年进入十年培育期，2011年初步成长，2014年以后高速发展。2017年中国二次元用户规模已超过3亿人，未来这一规模将会继续扩大。中国二次元用户以17-26岁为主，女性用户日益增多，在校大学生是主力军，主要用户居住在一线城市。

图表68：中国二次元用户规模



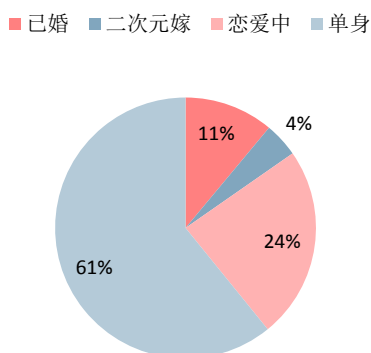
资料来源：速途研究院，中信建投证券研究发展部

图表69：二次元用户以在校大学生为主力



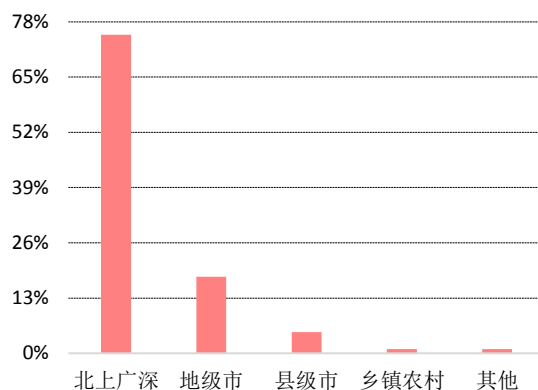
资料来源：36Kr，中信建投证券研究发展部

图表70：二次元用户中单身用户占比 60.85%



资料来源：36Kr，中信建投证券研究发展部

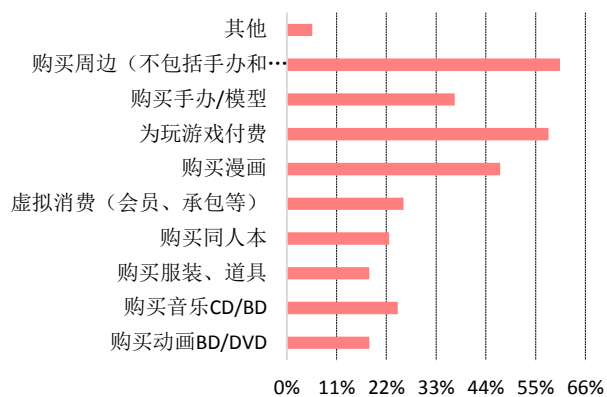
图表71：二次元用户主要分布在一二线城市



资料来源：36Kr，中信建投证券研究发展部

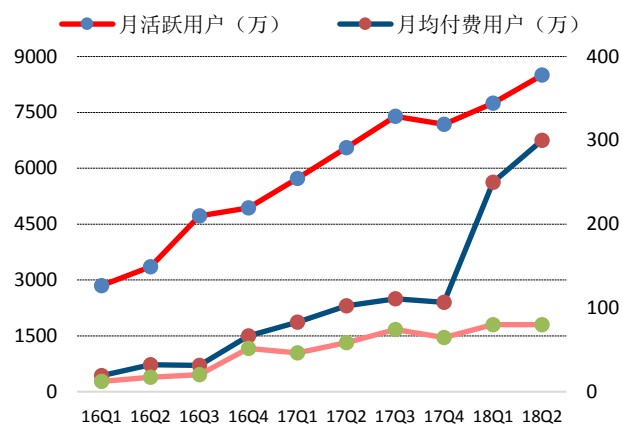
中国二次元用户具有日本第四消费社会人群的特点。我国的二次元用户十分重视精神层面的满足，文化需求形式多样，群体共享意识强，愿意为兴趣爱好一掷千金。据艾瑞咨询，中国的二次元学生群体在ACG上的花费占其零花钱的21.4%，漫画、游戏、音乐等内容消费和周边、手办、道具等衍生品类消费需求多样。二次元用户拥有较群体意识，主动寻求代入感和认同感，把虚拟精神世界看做生活中重要的部分，二次元中的IP划分趋向精细化，越能满足不同细分市场的深度用户。2009年6月26日建立的二次元文化社区哔哩哔哩(bilibili)开设有14大细分板块，增加了客户粘性和消费动力，2016年Q1以来，月活跃用户从2851万增加到8500万人。

图表72：二次元用户文化消费形式多样



资料来源：36Kr，中信建投证券研究发展部

图表73：B站月活跃人数不断增加



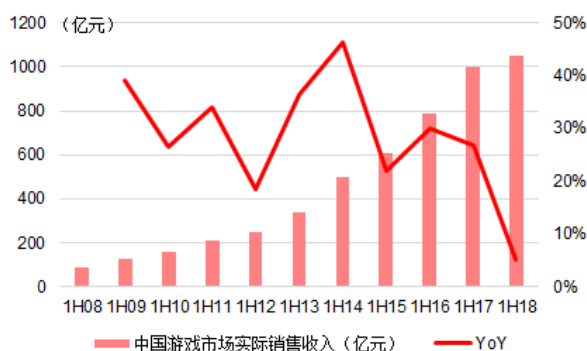
资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

### 三、行业聚焦

#### 3.1 网络游戏：步入成熟期增速放缓，关注政策改善信号及出海增量市场

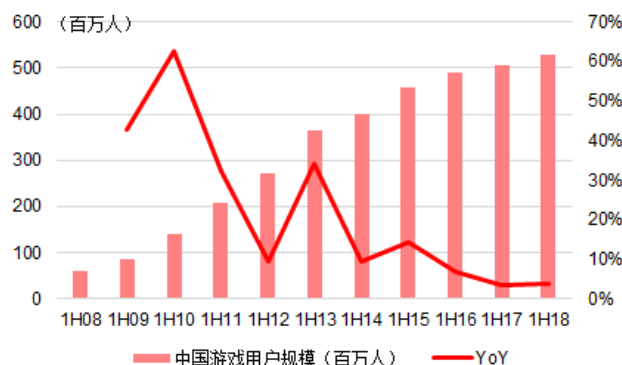
年初以来国内游戏市场增速显著放缓，政策监管变动加剧行业短期发展压力。根据伽马数据统计，2018年上半年中国游戏行业整体市场规模同比增速为5.2%，同比过去20%~30%的增速大幅降低。移动游戏市场增速同样放缓，3Q18季度实际销售规模为356.1亿元，同比增长16.6%，环比增长9.7%，相较前两季度略有恢复。总的来看，国内游戏市场用户规模已接近天花板，同比增速自2016年以来连续低于10%，1H18同比增速低至4.0%，总用户规模已超过5亿。人口红利见顶，游戏企业提升精品化研运能力、提高用户付费率及付费额迫在眉睫。

图表74：中国游戏市场实际销售收入及同比增速



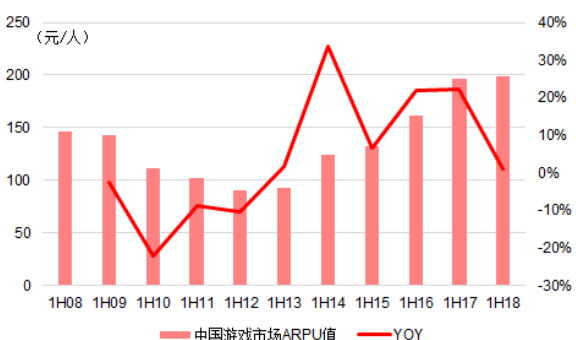
资料来源：伽马数据，中信建投证券研究发展部

图表75：中国游戏市场用户规模



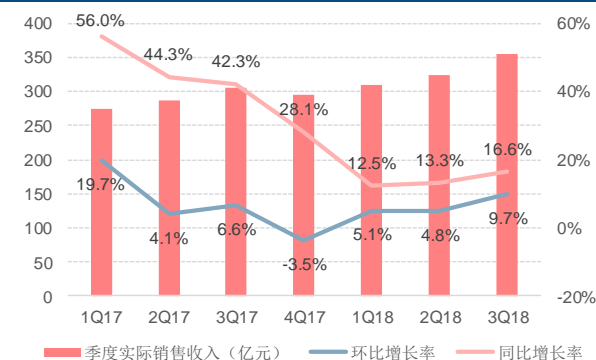
资料来源：伽马数据，中信建投证券研究发展部

图表76：中国游戏市场 ARPU 值及同比增速



资料来源：伽马数据，中信建投证券研究发展部

图表77：中国移动游戏市场季度销售规模



资料来源：伽马数据，中信建投证券研究发展部

版号停发导致行业供给端承压，密切关注政策边际改善信号。原国家广电总局自今年3月起停止发放进口网络游戏出版文号，4月起停止发放国产网络游戏出版文号。此外，由原文化部负责的国产及进口网络游戏备案案号也分别于8月和9月停止发放。而后，有关预防青少年游戏沉迷、游戏总量控制等相关信号陆续出现，游戏行业整体遭遇政策变动及监管趋严带来的较大压力。

根据我们数据统计，2018 年年初至 8 月末，文旅部共发放运营备案文号 4011 个（国产网络游戏 3879 个，进口网络游戏 132 个），相比 2017 年同期总量减少 761 个，主要是国产网络游戏运营备案号发放数量减少明显。此外，由国家广电总局下发的出版文号数量在 2018 年年初至 8 月末共计只有 1982 个（国产网络游戏 1927 个，进口网络游戏 55 个），受出版文号发放停滞的影响数量同比下降显著。

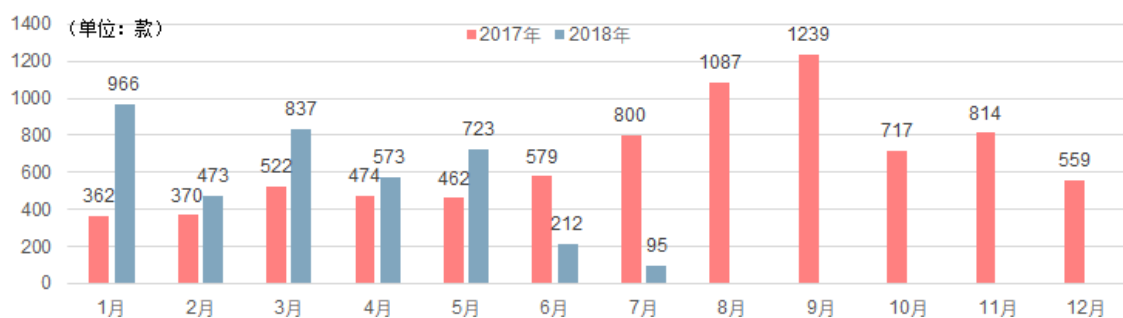
**图表78： 国产及进口网络游戏获批文情况（截至 2018/11/22）**

| 类型     | 运营备案文号发放数量（个） |               |               | 出版文号发放数量（个） |               |               |
|--------|---------------|---------------|---------------|-------------|---------------|---------------|
|        | 2017年         | 2017年<br>1至8月 | 2018年<br>1至8月 | 2017年       | 2017年<br>1至8月 | 2018年<br>1至8月 |
| 国产网络游戏 | 7985          | 4656          | 3879          | 9281        | 6508          | 1927          |
| 进口网络游戏 | 217           | 116           | 132           | 467         | 368           | 55            |
| 合计     | 8202          | 4772          | 4011          | 9748        | 6876          | 1982          |

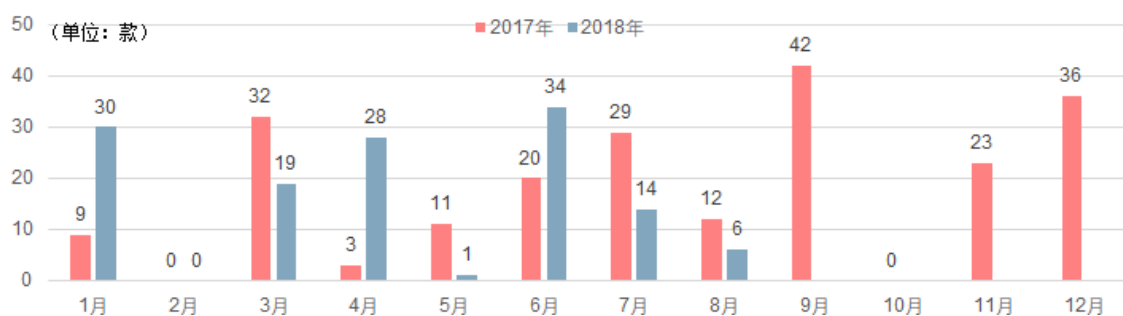
资料来源：文旅部官网，原广电总局官网，中信建投证券研究发展部

**图表79： 游戏行业运营备案及出版审批文号发放情况**

国产网络游戏获运营备案文号情况（截至 2018/11/22）

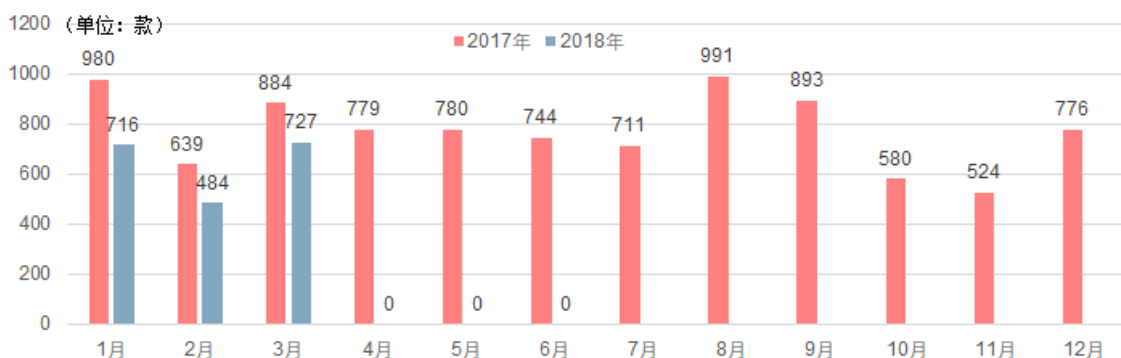


进口网络游戏获运营备案文号情况（截至 2018/11/22）

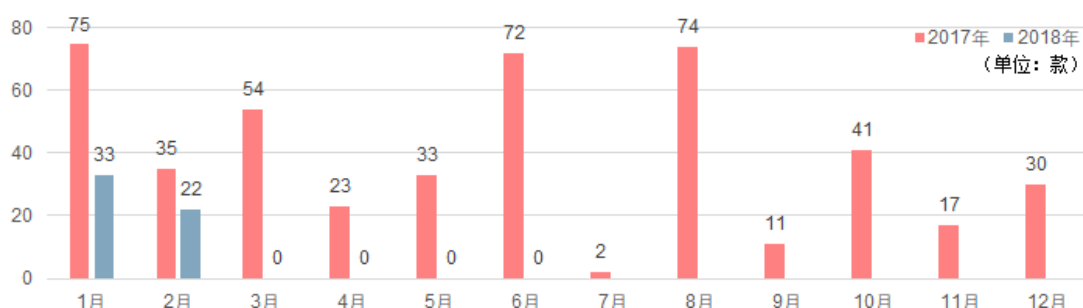




国产网络游戏获出版审批文号情况（截至 2018/11/22）



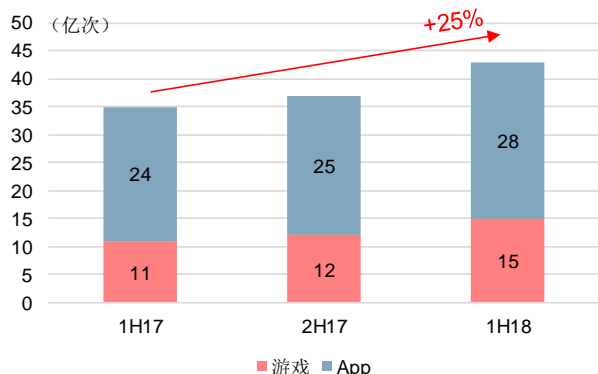
进口网络游戏获出版审批文号情况（截至 2018/11/22）



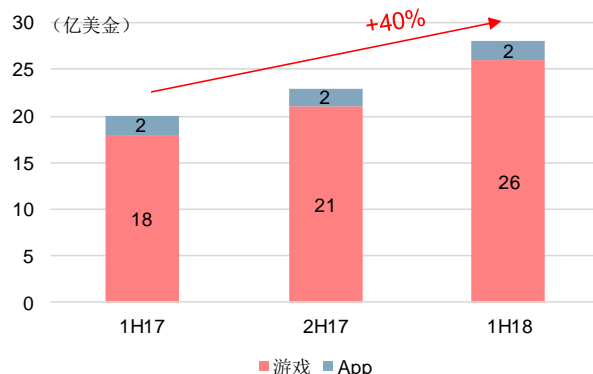
资料来源：文旅部官网，原国家广电总局官网，中信建投证券研究发展部

对于日渐收紧的监管政策，行业龙头企业作出积极响应，相关政策监管细节也有望陆续落地，行业规范化加强有利于行业长期健康发展，龙头企业更为受益。10月25日，腾讯率先携《王者荣耀》在北京市启动强制公安实名校验，截至11月21日已对全国境内实现了100%覆盖，账号时长共享功能已覆盖50%未成年人。11月5日，腾讯宣布将对全线游戏产品启用健康系统，计划于2018年实现10款移动热门游戏的系统接入，并于2019年实现全线游戏的系统启用。针对存量市场的版号买卖乱象，全国“扫黄打非”工作领导小组办公室、财政部、国家新闻出版署、国家版权局四部门于11月16日联合印发《“扫黄打非”工作举报奖励办法》，加强通过举报奖励机制打击买卖书号、刊号、版号及许可证书等违法违规的行为。日益规范化的监管政策环境将加快行业中不规范企业的淘汰出清，龙头企业有望在这一过程中加强对市场优质资源的整合。另外，截至11月13日全国31个省份的省级机构改革方案已全部获中央批复同意，各省将进入机构改革实施阶段，随着新的审批流程和政策细节的落地，今年年初以来行业供给端最大压制因素将得以消除，行业有望迎来业绩与估值双升。

在国内游戏市场面临较大困难的当下，游戏企业开始更多放眼于出海市场带来的增量，中国游戏的全球影响力不断提高。根据App Annie 统计数据显示，2018年上半年，总部位于中国的公司在海外市场中的App下载量和海外用户总支出分别达到43亿次和28亿美金，同比分别增长25%和40%；其中，总部位于中国的游戏企业在海外获得总下载量和海外用户总支出达到15亿次和26亿美金，同比分别增长36%和44%。（注：此处App Annie统计的渠道包括中国以外市场iOS与Google Play渠道，分析中不包括总部位于中国的公司收购的海外公司，例如Playtika、Miniclip等。）

**图表80： 总部位于中国的公司的海外总下载量**


资料来源: AppAnnie, 中信建投证券研究发展部

**图表81： 总部位于中国的公司的海外总用户支出**


资料来源: AppAnnie, 中信建投证券研究发展部

新兴市场增量贡献显著，SLG 品类创收亮眼。在中国游戏公司出海市场中，包括印度、印尼、巴西等新兴市场贡献了最大的下载量增长，美国、日本、韩国、英国、法国等成熟市场则贡献了更多的用户付费金额增长。从游戏品类上来看，SLG 游戏在游戏企业出海收入中占据制高点，偏轻度的休闲类游戏则在下载量方面收获亮眼。

**图表82： 1H18 热门中国出海游戏(按海外 iOS+Google Play 下载量排名)**

| 排名 | 游戏                          | 发行商                 | 类别     |
|----|-----------------------------|---------------------|--------|
| 1  | 《绝地求生》                      | 腾讯, Bluehole        | 动作     |
| 2  | 《恋爱球球》                      | SuperTapx, Applovin | 益智     |
| 3  | 《Free Fire》                 | SEA                 | 动作     |
| 4  | 《终结者2：审判日》                  | 网易                  | 动作     |
| 5  | 《Mobile Legends: Bang bang》 | 沐瞳科技                | 动作     |
| 6  | 《王国纪元》                      | IGG                 | 策略     |
| 7  | 《钢琴块2》                      | 猎豹移动                | 街机     |
| 8  | 《Block Puzzle Jewel》        | Hua Weiwei          | 益智     |
| 9  | 《Billiards City》            | MOUNTAIN GAME       | 体育     |
| 10 | 《Arena of Valor》            | 腾讯, SEA, Netmarble  | 动作     |
| 11 | 《荒野行动》                      | 网易, 龙邑游戏            | 冒险     |
| 12 | 《World Link》                | Worzle              | 文字     |
| 13 | 《滚动的天空》                     | 猎豹移动                | 桌面和休闲类 |
| 14 | 《跳舞的线》                      | 猎豹移动                | 街机     |
| 15 | 《完美的线》                      | SuperTapx, Applovin | 街机     |

资料来源: AppAnnie, 中信建投证券研究发展部 (注: 发行商为 App 海外版本发行商)

**图表83： 1H18 热门中国出海游戏 (按 iOS+Google Play 海外用户支出排名)**

| 排名 | 游戏                          | 发行商  | 类别           |
|----|-----------------------------|--|--------------|
| 1  | 《王国纪元》                      | IGG  | 策略           |
| 2  | 《Guns of Glory》             | FunPlus  | 策略           |
| 3  | 《列王的纷争》                     | 智明星通   | 策略           |
| 4  | 《阿瓦隆之王：龙之战役》                | FunPlus  | 策略           |
| 5  | 《荒野行动》                      | 网易   | 冒险           |
| 6  | 《仙境传说RO：守护永恒的爱》             | 心动网络   | 角色扮演         |
| 7  | 《Arena of Valor》            | 腾讯, SEA, Netmarble                                     | 动作           |
| 8  | 《Idle Heroes》               | 卓杭网络   | 角色扮演         |
| 9  | 《碧蓝航线》                      | Yostar, 心动网络   | 动作：角色扮演      |
| 10 | 《Revenge of Sultans》        | 龙腾简合   | 策略           |
| 11 | 《奇迹暖暖》                      | VNG, 智明星通, Nikki Games, Joybomb, Kakao Corp, Netmarble | 角色扮演, 休闲, 模拟 |
| 12 | 《城堡争霸》                      | IGG  | 策略           |
| 13 | 《丧尸之战》                      | 龙创悦动   | 策略           |
| 14 | 《Mobile Legends: Bang bang》 | 沐瞳科技   | 动作           |
| 15 | 《战火与秩序》                     | 神州泰岳   | 策略           |

资料来源: AppAnnie, 中信建投证券研究发展部 (注: 发行商为 App 海外版本发行商)

关注中国游戏公司出海带来的增量机遇，已具备一定海外发行经验或拥有适合海外发行优质产品储备的企业有望受益。从收入角度来看，已在 SLG 游戏出海领域耕耘多年的 IGG、智明星通（中文传媒全资子公司）排名居前，1H18 海外游戏收入排名分别位列第二、第三。此外，“吃鸡”类游戏也在海外收获颇丰（如网易《荒野行动》《终结者 2：审判日》），昆仑游戏（昆仑万维旗下）、三七互娱、游族网络、易幻网络（宝通科技旗下）则凭借其精品自研手游及代理佳作也在海外市场占据一席之地。腾讯、网易两大巨头也在海外市场加大投入力度，根据市场调研机构 IHS Market 估算，今年 1 至 11 月腾讯和网易的游戏在海外累计流水达到 3.76 亿美元，

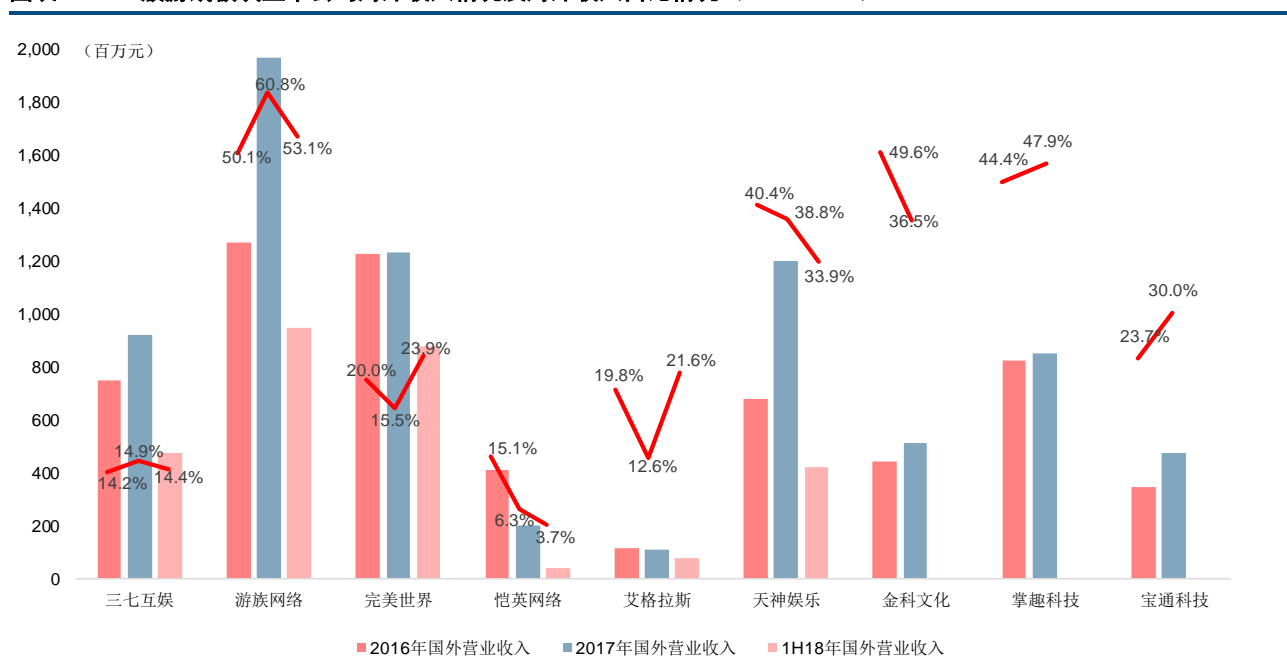
同比增长高达 382%，按 70% 收入分成估算则海外营收达到 2.63 亿美元（约人民币 18.25 亿元），已超过多数 A 股游戏上市公司全年的营收规模。在 A 股主要的游戏行业上市公司中，游族网络、金科文化、掌趣科技的海外收入占比较高，达到约 50% 的水平，宝通科技、完美世界、三七互娱也具备一定的海外创收能力和经验，未来有望在出海浪潮中扩展新的发展空间。

图表84： 1H18 海外游戏下载量和游戏用户支出最高的中国公司

| 1H18 海外游戏下载量最高的中国公司 |               |                                 | 1H18 海外游戏用户支出最高的中国公司 |         |                             |
|---------------------|---------------|---------------------------------|----------------------|---------|-----------------------------|
| 排名                  | 公司            | 热门游戏                            | 排名                   | 公司      | 热门游戏                        |
| 1                   | 涂鸦移动          | 《Gunship Strike 3D》             | 1                    | FunPlus | 《Guns of Glory》             |
| 2                   | SuperTapx     | 《恋爱球球》                          | 2                    | IGG     | 《王国纪元》                      |
| 3                   | 猎豹移动          | 《钢琴块2》                          | 3                    | 智明星通    | 《列王的纷争》                     |
| 4                   | 腾讯            | 《绝地求生》                          | 4                    | 网易      | 《荒野行动》                      |
| 5                   | 宝宝巴士          | 《Baby Panda's Supermarket》      | 5                    | 龙腾简合    | 《Revenge of Sultans》        |
| 6                   | 网易            | 《终结者2：审判日》                      | 6                    | 易幻网络    | 《Samgukji M》                |
| 7                   | IGG           | 《王国纪元》                          | 7                    | 龙创悦动    | 《丧尸之战》                      |
| 8                   | 沐瞳科技          | 《Mobile Legends: Bang bang》     | 8                    | 卓杭网络    | 《Idel Heroes》               |
| 9                   | RAY3D         | 《Shoot Hunter-Gun Killer》       | 9                    | 昆仑游戏    | 《神魔圣域》                      |
| 10                  | Hua Weiwei    | 《Block Puzzle Jewel》            | 10                   | Tap4Fun | 《战地风暴》                      |
| 11                  | 创智优品          | 《Word Connect by Zenjoy》        | 11                   | 三七互娱    | 《The Epoch of Eternity》     |
| 12                  | MOUNTAIN GAME | 《Billiards City》                | 12                   | 沐瞳科技    | 《Mobile Legends: Bang bang》 |
| 13                  | FunPlus       | 《Guns of Glory》                 | 13                   | 游族网络    | 《Legacy of Discord》         |
| 14                  | 力比科技          | 《Princess Salon : Frozen Party》 | 14                   | 乐元素     | 《Ensemble Stars》            |
| 15                  | Worzzle       | 《Word Link》                     | 15                   | 神州泰岳    | 《战火与秩序》                     |

资料来源：AppAnnie，中信建投证券研究发展部（注：公司海外收入包括海外子公司和分支机构发行的游戏收入，不包括通过直接收购的形式获得的外资子公司所发行的 App 收入，也不包括通过海外发行商获得的收入）

图表85： A 股游戏板块上市公司海外收入情况及海外收入占比情况（2016~1H18）

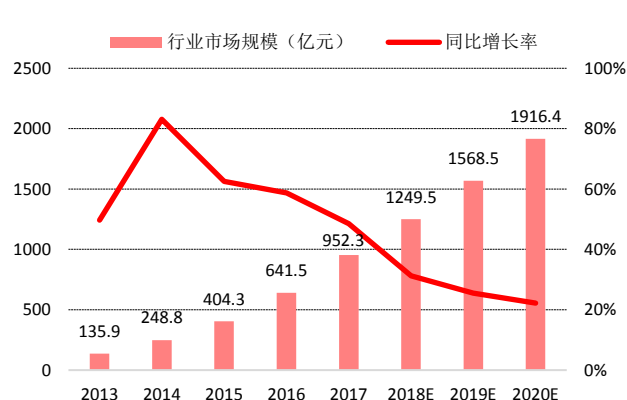


资料来源：公司公告，Wind，中信建投证券研究发展部（注：金科文化、掌趣科技、宝通科技未披露半年度分地区收入数据）

### 3.2 在线视频：稳增长多变现成常态，寻差异共分享出亮点

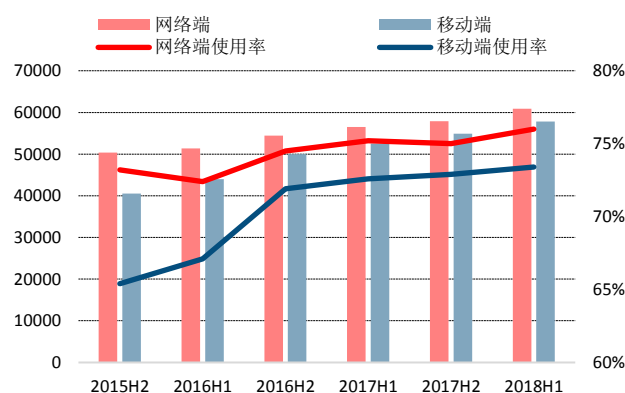
在视频巨头资本化后第一年里，稳增长成为行业 2019 年的主旋律。2018 年，视频行业的市场规模为 1249.5 亿，同比增长 31.2%；预计 2019 年市场规模将达 1568.5 亿元，同比增长 25.5%。在众多泛娱乐子行业中，视频（长视频）行业增收依旧抢眼；其体量是直播的 2x，但增速基本与直播保持相当当量；短视频行业 2018 年爆发，增速 113.5%，但行业体量相对较小。从用户规模来看，2018H1，网络端视频用户规模达到了 6.09 亿，用户渗透率为 76%，持续稳定微增；移动端用户规模为 5.78 亿，渗透率为 73.4%，基本维持平衡。从爱奇艺、腾讯视频、优土、B 站、芒果 TV 等五大平台来看，移动端和网页端在 2018 年 9 月的 MAU 都出现了回落；但从全年角度仍微增。从市场规模和用户角度，稳增长成后资本时代第一主旋律。

图表86： 2013-2020 年中国在线视频行业收入规模



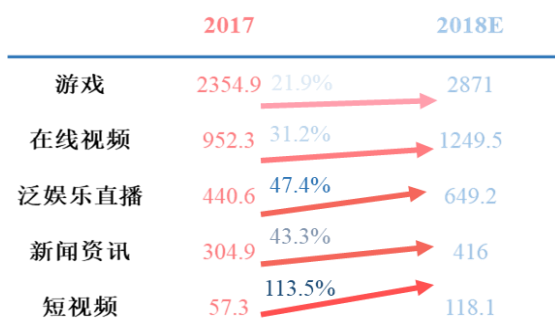
资料来源：艾瑞咨询，中信建投证券研究发展部

图表87： 2015-2018H1 中国网络视频用户规模 (单位：万)



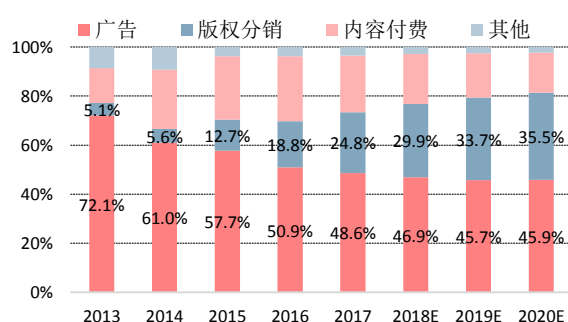
资料来源：CNNIC，中信建投证券研究发展部

图表88： 不同互联网娱乐形式市场规模对比 (单位：亿)



资料来源：艾瑞咨询，中信建投证券研究发展部

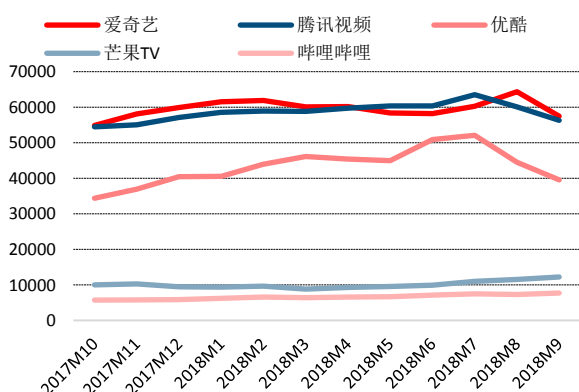
图表89： 2013-2020 年中国在线视频行业各业务营收占比



资料来源：艾瑞咨询，中信建投证券研究发展部

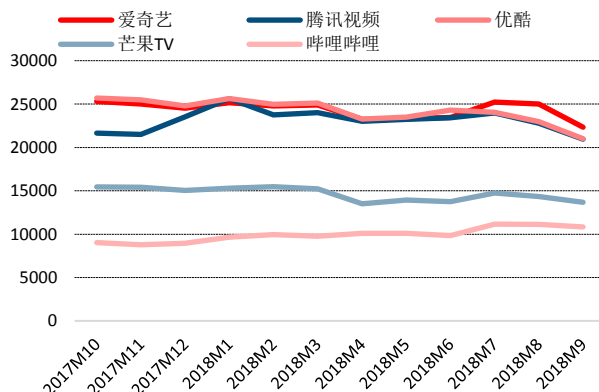
从行业收入结构来看，多样化成趋势；付费收入占比已达巅峰，版权分销和广告是重头戏。2018 年，行业用户付费收入将达 332.4 亿，同比增速 40.7%；2018M6，腾讯视频、爱奇艺、芒果 tv、B 站的付费会员分别为 7400 万、6620 万、601 万和 300 万；后续会员内容收入增速将会放缓。另一方面，版权分销收入占比逐步提升，有望成为后续行业增长的引擎。2018 年，版权分销占比为 29.9%；预计到 2020 年占比将达 35.5%。此外，广告收入占比虽下降，但收入增速尤在，且是视频行业第一大收入构成。

图表90：5大视频平台移动 App MAU（单位：万）



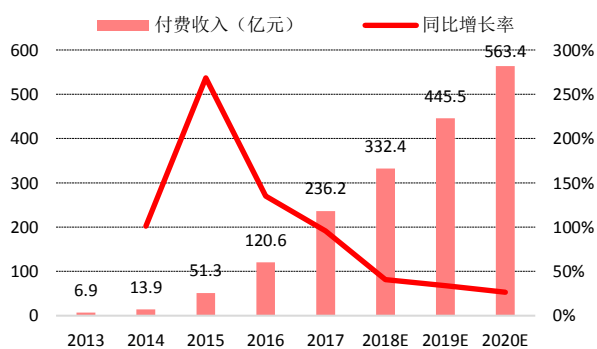
资料来源：艾瑞咨询，中信建投证券研究发展部

图表91：5大视频平台网页端 MAU（单位：万）



资料来源：艾瑞咨询，中信建投证券研究发展部

图表92：2013-2020年中国网络视频用户付费收入规模



资料来源：艾瑞咨询，中信建投证券研究发展部

图表93：2016-2018M6各视频平台付费会员数（单位：万）

| 视频平台             | 2016 | 2017  | 2018M2 | 2018M6 |
|------------------|------|-------|--------|--------|
| 腾讯视频<br>V.QQ.COM |      | 5600  | 6259   | 7400   |
| 爱奇艺<br>IQIYI     | 3020 | 5080  | 6010   | 6620   |
| 优酷<br>YOUKU      | 3000 |       |        |        |
| 芒果TV<br>MANGO    | 191  | 451   |        | 601    |
| 哔哩哔哩<br>BILIBILI |      | 100.7 |        | 约 300  |

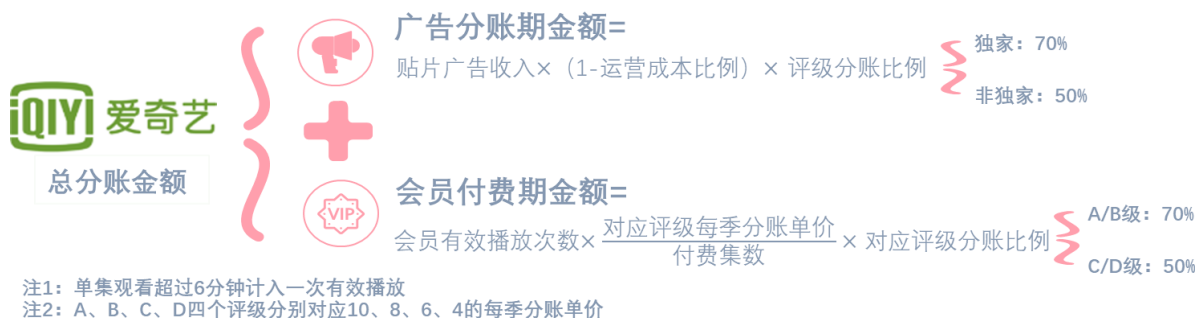
资料来源：公司公告，搜狐娱乐，中信建投证券研究发展部

**2019年，视频行业呈现三大趋势：内容分账继续扩大，广告多思路变现，差异精细化战略凸显。**

2018年5月，爱奇艺将内容分账比例从5:5调整到了3:7（内容制作公司占70%），激励更多优质内容制作采用分账模式。于此同时，优酷也公布了网剧分账模式，并为了鼓励长剧情设置了“集数奖励系数”。2018年9月，腾讯视频也升级公布了全新的分账模式；其中网络电影分账收益由标准付费播放收益及会员拉新激励收益共同组成。除了三大平台，芒果TV也有保底+分成的内容合作方式。内容分账有利于激发优质内容、付费用户拉新的同时降低内容采购成本。

从网大电影角度来看，优质内容制作方将获得更多的收益。2017年，网络大电影的市场规模为20亿元，同比增长100%；2018H1，全网上线网大651部，同比增长-41.67%。虽然上线网大数量有所减少，但是头部作品分成收益增加。2018前8个月，爱奇艺排名第一的网络大电影《灵魂摆渡黄泉》由完美建信等出品，出品方获得了4500万+的分账收入，是2017年第一名网大分账的2x左右。2018年另一部分超过4000万分账票房的是由淘梦影业和杭州传影出品的《齐天大圣·万妖之城》。在当前线下电影制作成本高、风险大等背景下，优质内容制作公司有望转向网大来防范风险、获得超额收益。

图表94：爱奇艺、腾讯、优酷、芒果 TV 网络大电影分账标准



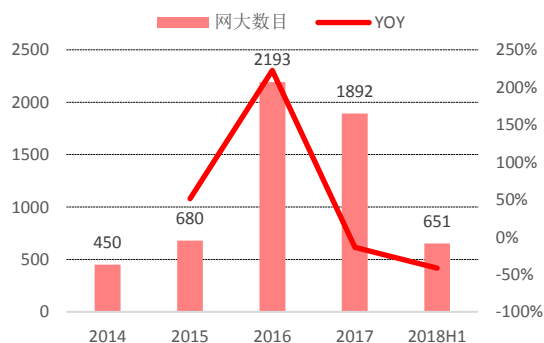
全新分账标准——有效付费播放量



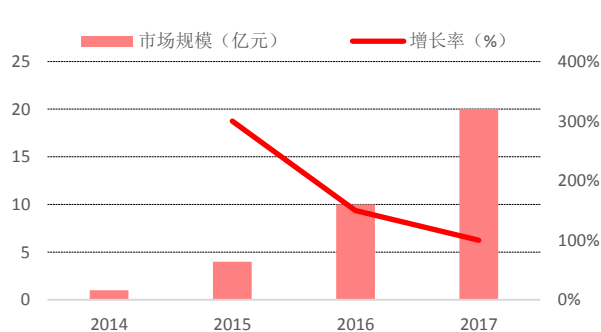
将时长模式进行到底



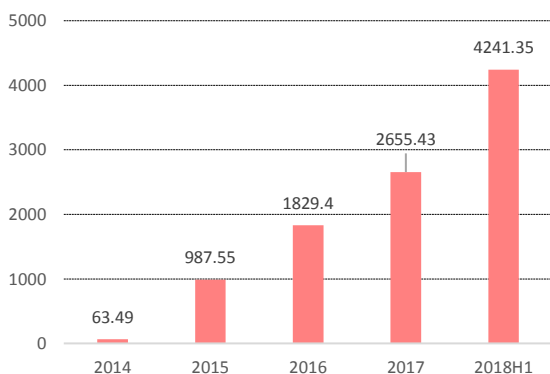
资料来源：中信建投证券研究发展部

**图表95： 2014-2018H1 网络大电影上线数量**


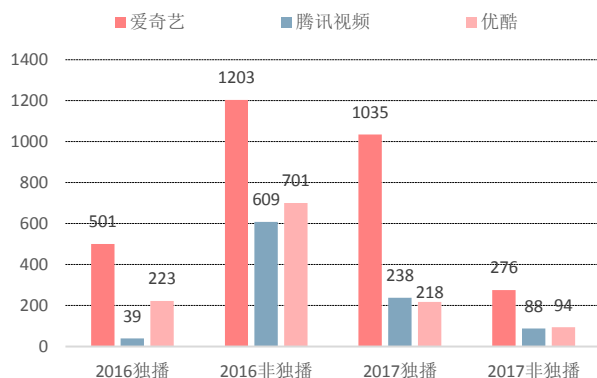
资料来源：爱奇艺，骨朵数据，中信建投证券研究发展部

**图表96： 2014-2017 年中国网络大电影市场规模及增长率**


资料来源：艾瑞咨询，中信建投证券研究发展部

**图表97： 2014-2018H1 爱奇艺网大分账 TOP1 金额 (万)**


资料来源：骨朵数据，中信建投证券研究发展部

**图表98： 2016-2017 年三大视频平台上线网大数量**


资料来源：娱影智库，中信建投证券研究发展部

**图表99： 2017 年爱奇艺网大分账 TOP10**

| 排名 | 片名          | 分账金额      | 投资回报率   |
|----|-------------|-----------|---------|
| 1  | 斗战胜佛        | 2655.43 万 | 453.21% |
| 2  | 超自然事件之坠龙事件  | 1879.52 万 | 134.94% |
| 3  | 超级大山炮之夺宝奇兵  | 1872.99 万 | 846.49% |
| 4  | 降龙大师        | 1648.84 万 | 472.51% |
| 5  | 陈翔六点半废话少说   | 1311.74 万 | 993.12% |
| 6  | 伏妖白鱼镇       | 1195.49 万 | 398.12% |
| 7  | 血战铜锣湾 3     | 1134.03 万 | 136.26% |
| 8  | 大梦西游 2 铁扇公主 | 1126.22 万 | 125.24% |
| 9  | 特种兵王 2 使命抉择 | 1069.19 万 | 256.40% |
| 10 | 牧野诡事之金豹子    | 1037.67 万 | 85.30%  |

资料来源：爱奇艺，中信建投证券研究发展部

**图表100： 2018 年前八个月爱奇艺网大分账 TOP10**

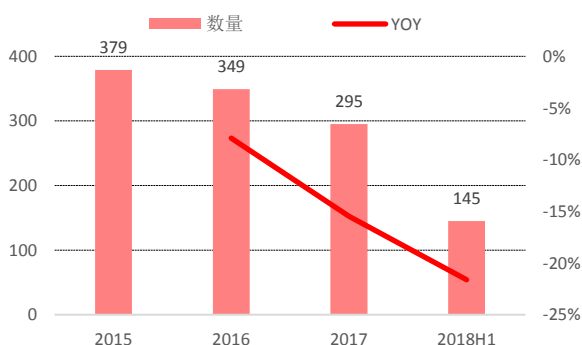
| 排名 | 片名          | 分账金额      | 播放量       |
|----|-------------|-----------|-----------|
| 1  | 灵魂摆渡黄泉      | 4557.02 万 | 1471.37 万 |
| 2  | 济公之神龙再现     | 2762.95 万 | 788.06 万  |
| 3  | 陈翔六点半之铁头无敌  | 2726.80 万 | 804.62 万  |
| 4  | 济公之英雄归位     | 2229.02 万 | 743.01 万  |
| 5  | 黄飞鸿之南北英雄    | 1903.38 万 | 556.27 万  |
| 6  | 新僵尸先生 2     | 1879.23 万 | 601.08 万  |
| 7  | 大梦西游 4 伏妖记  | 1820.12 万 | 567.14 万  |
| 8  | 宝塔镇河妖诡墓龙棺   | 1496.36 万 | 443.78 万  |
| 9  | 张三丰之末世凶兵    | 1378.86 万 | 417.32 万  |
| 10 | 彪哥闯奉天之做梦没想到 | 1334.01 万 | 416.81 万  |

资料来源：爱奇艺，中信建投证券研究发展部

从网剧角度来看，量价齐升是趋势。骨朵数据显示，2018H1 全网上线分账网剧 145 部，同比下降 21.62%；

另一方面，截至近日，爱奇艺分账网剧上线数量 116 部，2017 年仅有 77 部。其中，A 级优质网剧数量同比增长超 50%。因此，预期全网分账网剧数量保持高速增长。另一方面，网剧的出品方获得收益也在增长中。2017 年，古装美食爱情剧《花间提壶方大厨》的投资回报率超过 140%，成为爆款。2018 年，爱奇艺平台的网剧《等到烟暖雨收》的分账金额突破 3000 万，再创佳绩。

图表101： 2014-2018H1 网络剧上线数量



资料来源：骨朵数据，中信建投证券研究发展部

图表102： 2017-2018 年代表性分账网剧



资料来源：中信建投证券研究发展部

图表103： 2017 年爱奇艺付费分账网剧 TOP10

| 排名 | 片名        | 出品公司           | 播放量    |
|----|-----------|----------------|--------|
| 1  | 花间提壶方大厨 1 | 新圣堂影业          | 4.3 亿  |
| 2  | 林海雪原      | 吉安永禾影视         | 3.8 亿  |
| 3  | 花间提壶方大厨 2 | 新圣堂影业          | 3.7 亿  |
| 4  | 等你回家      | 天歌传媒、天晟影视      | 3.3 亿  |
| 5  | 妖出长安      | 楼氏影视、森林影画、北青传媒 | 1.7 亿  |
| 6  | 南少林荡倭英豪   | 海峡世纪影视         | 1.6 亿  |
| 7  | 傻根进城      | 九零宏阳影视         | 1.59 亿 |
| 8  | 假凤虚凰      | 云端传媒           | 1.58 亿 |
| 9  | 龙凤店传奇 1   | 东方今鸣、德丰影业、捷成世纪 | 1.4 亿  |
| 10 | 刑警战记      | 名人时尚影视文化传播中心   | 1.4 亿  |

资料来源：爱奇艺，中信建投证券研究发展部

图表104： 2018 年 7-8 月网剧 TOP10 播放情况

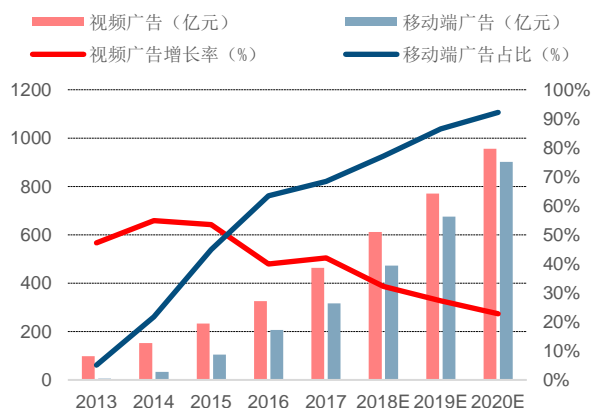
| 排名 | 片名           | 播放平台  | 播放量    |
|----|--------------|-------|--------|
| 1  | 延禧攻略         | 爱奇艺   | 68.5 亿 |
| 2  | 芸汐传          | 爱奇艺   | 24.9 亿 |
| 3  | 沙海           | 腾讯视频  | 20.1 亿 |
| 4  | 法医秦明 2 清道夫   | 芒果 TV | 18.3 亿 |
| 5  | 为了你我愿意热爱整个世界 | 爱奇艺   | 11.7 亿 |
| 6  | 古剑奇谭 2       | 优酷    | 10.9 亿 |
| 7  | 媚者无疆         | 优酷    | 10.5 亿 |
| 8  | 快把我哥带走       | 腾讯视频  | 9.6 亿  |
| 9  | 萌妃驾到         | 优酷    | 8.4 亿  |
| 10 | 钟馗捉妖记        | 爱奇艺   | 8.1 亿  |

资料来源：艺恩智库，中信建投证券研究发展部

创意中插是视频广告领域最亮的那颗星之一。2018 年，视频广告总体规模为 612.4 亿，同比增长 32.2%，其中移动端广告规模约为 472 亿元，同比增长 48.9%，仍处于高速增长。对于爱奇艺等平台，广告收入也是重要收入源头且高速增长。2018Q1，广告收入同比增长 52%。从形式来看，创意中插有望继续驱动行业增长。创意中插通过剧中人和情景来安利和推广产品。2018H1，创意中插市场规模为 20 亿，预计全年增速在 100%左右。从平均售价和最高售价来看，2018 年同比增速分别为 66.7%和 328.5%。创意中插的效果与原影片有较大关联，广告收益分成给内容出品方等多特点将驱动后续增速常在。

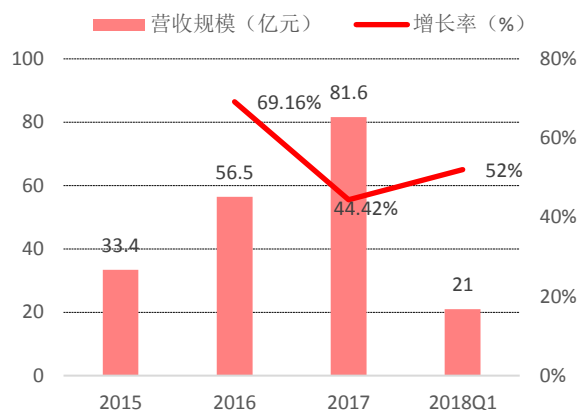


图表105： 2013-2020年中国在线视频行业广告市场规模



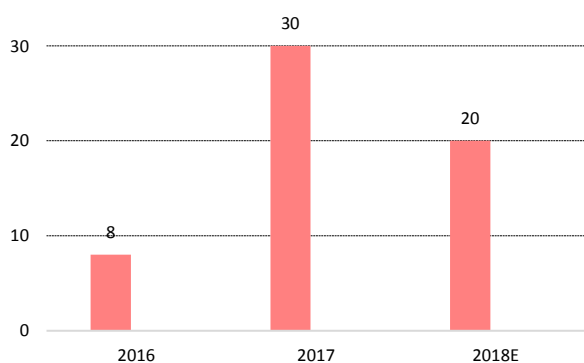
资料来源：艾瑞咨询，中信建投证券研究发展部

图表106： 2015-2018 爱奇艺广告营收规模及增速



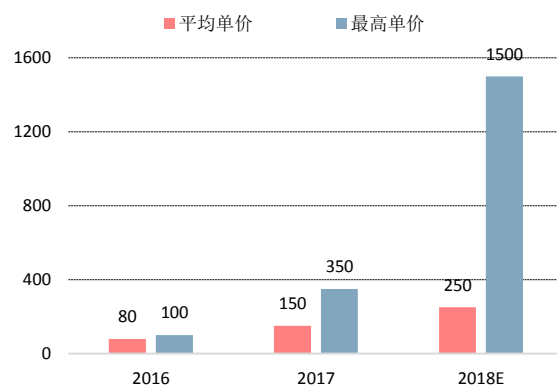
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表107： 2016-2018 年创业中插广告市场规模 (亿元)



资料来源：艺恩智库，中信建投证券研究发展部

图表108： 2016-2018 年创业中插广告单条售价 (单位：万)



资料来源：艺恩智库，中信建投证券研究发展部





流量红利之后，平台之间的差异化战略更显重要。2018年，腾讯视频的《创造101》、爱奇艺的《奇葩说》《中国有嘻哈》等、优酷的《白夜追凶》均成爆款IP，也为平台获得了大批付费用户。在大价钱采购头部内容的同时，腾讯的偶像生态链、爱奇艺的超级网综、优酷的自制剧、芒果TV的年轻内容、B站的Z世代社区也成为差异化策略。2019年，3+1平台依旧各有侧重。爱奇艺继续“头部内容+细分题材”策略，并强调短剧集、类型剧场（青春、奇悬疑、忆英雄三大剧场）、音乐/舞蹈/素人秀/文化等综艺；腾讯平台继续加大头部剧集的集中储备，并发力现实题材和精准垂直类爆款网综；优酷平台中的“少年派”剧场、女性视角剧集、缤纷题材类型剧等有望成为特色与亮点；芒果tv有望推出“脑力开发”、“心智成长”、“新型婚恋”、“代际情感”“关爱社会”、“美好生活”、“人文品德”、“大型活动”八大系列超级综艺。

**图表109： 2016-2018 年四大在线视频平台战略**

| 在线视频平台   | 2016 年   | 2017 年   | 2018 年  |
|--|--|--|---|
|  爱奇艺    | <p>A+大剧：20 部 A+大剧上线爱奇艺斩获高热流量和口碑；</p> <p>继续优化综艺、自制剧等自制内容制作水平与内容：继续优选热门 IP，打造 30 余部自制网络剧集；</p> <p>独播 WTA 等顶级赛事，占领垂直领域优势资源；</p> | <p>海豚计划（超级网剧项目+内容 IP 变现）、幼虎计划（加大对优秀制片人、导演的资金扶持）、天鹅计划（培训潜力艺人）三大计划共同推进网台联动+内容付费；</p>       | <p>天鹅计划、海豚计划、幼虎计划、云腾计划等 8 个行业合作计划为内容建设带来了持续的新动力；</p>                                      |
|  腾讯视频   | <p>全速打造“视全视美”内容帝国：坚持“自制”、“版权”和“用户体验”三个核心战略，基于此为合作伙伴提供更广阔的营销空间；</p>   | <p>大自制、大 IP、大演员：上线《战狼 2》、《明日之子》等大自制，培养袁泉、胡一天等流量派演员，成为付费拉新新趋势；</p>                        | <p>偶像产业链：优质内容产生新偶像，偶像成为生产者再造新内容，全方位打造年轻偶像系列 IP；</p>                                       |
|  优酷    | <p>100 亿资源投入付费内容：推出超 50 部定制大剧，同时巨资引入英剧、美剧、韩剧、TVB 剧系列海外版权；</p> <p>阿里与优酷会员“三通”战略：用户、数据、服务全方位打通；</p>                            | <p>3 大剧集策略：欢乐喜剧、热血青春、纯美绝恋打造超级热剧；</p> <p>6 大综艺策略：脱口秀、喜剧、真人秀、亲子、偶像、音乐 6 大综艺垂直精准触达目标人群；</p> | <p>借力阿里大文娱体系，垂直深耕打造爆款内容：以网剧网综为主要生产内容，打造优质规范爆款综艺生产线；</p>                                   |
|  芒果TV | <p>坚持“独播”战略：无缝隙链接湖南卫视经典王牌栏目、三大剧场的同时，更加强内容自制，深入探寻“独特”道路，打造“超广播级”王牌自制，携顶级 IP 直奔第一阵营；</p>                                       | <p>从“独播”到“独特”的战略升级：“内容为王”，在湖南广电“独播”资源巨大扶持下，走好自主 IP 运营之路；</p>                             | <p>精准分析年轻用户喜好，加大投入打造亲子节目带、悬疑智力节目带、芒果系综艺带、“酷文化”节目带、新型情感节目带、广告定制节目等六大黄金综艺带，形成芒果自制综艺生态环；</p> |

资料来源：公开资料，中信建投证券研究发展部

**图表110： 2019 年四大在线视频平台战略**

|  爱奇艺   |  腾讯视频  |  优酷                  |  芒果TV                                    |
|---|---|--|---|
| <p>头部内容+细分题材：</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>“短剧集”：12 集为一季，提升用户粘性；</li> <li>“类型剧场”：推出青春、奇悬疑、忆英雄三大剧场；</li> <li>综艺：综艺方面，着重布局音乐、舞蹈、素人秀、文化等方面，形成音乐潮系列、少年风系列、生活趣系列等多品类内容；</li> </ul> | <p>持续投入优质内容，全面布局：</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>加大头部内容的剧集储备，满足用户多元化需求；</li> <li>着重发力现实题材；</li> <li>根据“需求新、个性强、共鸣深”的爆款特点，精准直击垂直类网生综艺空白点；</li> <li>提供观赏性、思考性、纪实性兼备的优秀纪录片作品；</li> </ul> | <p>“少年派”开启新生代后流量时代：“以少年创造少年”的方式打造剧场；</p> <p>女性视角剧集：展示女性视角下的历史现场，推出更为多元的女性情感类型剧集；</p> <p>打造“缤纷题材”类型剧；</p> | <p>八大综艺系列打头独播剧殿后：不断强化内容优势，延续现有爆款综艺 IP，全面升级 S 级综艺；</p> <p>推出“脑力开发”、“心智成长”、“新型婚恋”、“代际情感”“关爱社会”、“美好生活”、“人文品德”、“大型活动”八大系列超级综艺</p> |

资料来源：公开资料，中信建投证券研究发展部

## 四、投资建议

### 4.1 哔哩哔哩：Z 世代线上社区蓬勃发展，联手腾讯扩展漫游新空间

**PUGC 内容分享与优质社区互动良性循环，打造 Z 世代线上娱乐平台。**自建站近十年以来，哔哩哔哩由动漫二次元内容出发，如今已成长为拥有 9300 万月活、Z 世代人群占比八成以上的综合性线上娱乐平台。从最新的 3Q18 数据来看，B 站 MAU 同比增长 25% 至 9300 万再创新高，正式会员数同比增长 45% 达到 4200 万人，季度月均活跃 UP 主数量同比增长 130%，日均活跃用户使用时长增至 85 分钟。用户规模持续高速增长的同时，核心用户群与社区氛围也不断增强。预计公司 2019 年 MAU 将达 1.1~1.2 亿，2020 年达 1.4~1.5 亿，相较当前仍有 60% 以上的增长空间。UP 主高质量的 PUGC 内容分享与用户良好的社交互动氛围使得 B 站在用户粘性与活跃度方面远超一般互联网平台，从而构筑了社区生态核心壁垒。

**布局游戏+直播&VAS+广告三大业务线，变现潜力蓄势待发。**依托平台在 Z 世代人群与二次元用户中突出的渠道流量优势，哔哩哔哩有望在长期分享包括二次元品类在内的游戏行业红利。受到年初以来手游行业的政策性影响，公司游戏业务营收增速暂缓，但目前已通过与即将通过前置审批的移动游戏项目储备丰富，待游戏版号发放重启后新游有望尽快上线，并带动游戏业务营收重回稳健增长。直播&VAS 业务方面，平台持续扩大主播数量并提高平台内容丰富度，并将会员权益打通，三季度该板块营收同比增长 292%，成为变现端强劲增长动力之一。广告业务方面，公司年初开启效果广告平台，三季度广告收入同比增长 179%，其中效果广告的贡献占比已由二季度的 1/3 增长至四成以上。目前公司广告业务在广告主数量，广告加载率，推荐算法等核心指标上仍有巨大提升空间，变现潜力有望进一步打开。

**获腾讯股权增持并达成战略合作协议，期待动漫及游戏领域更多合作落地。**2018 年 10 月初，腾讯以 12.67 美金/ADS 的价格增持哔哩哔哩新发行普通股，投资金额达 3.18 亿美金，完成后持股比例将达到约 12%。同月月底，双方就动漫及游戏内容领域达成战略合作协议，有望在未来互相开放动画片库，并在采购、参股、自制动画项目方面进行更多合作，游戏联运方面也有望实现合作共赢。通过与腾讯的合作，B 站有望在节约内容成本的同时获得更为丰富的动画内容储备，并开发更多的游戏联运收入，同时也有利于平台进一步扩大用户规模、提升用户粘性与活跃度。

### 4.2 世纪华通：科技+文化铸就行业新发展，联姻盛大构建游戏超级帝国

**世纪华通完美转型，游戏帝国逐步落地。**公司于 2014 年收购天游（旗下“哥们网”名列中国十大页游平台，现已转型手游联运平台）和无锡七酷（2018 年发行了《择天记》手游）两家公司成功切入了游戏领域，并开启了游戏帝国之路。2016 年，公司以 69 亿元并购了全球顶尖发行商点点互动（全球排名前三的策略类游戏发行商），开始进军游戏海外市场。2018 年 10 月，App Annie 发布报告显示，点点互动位列中国 App 发行商出海榜单第一名，领先网易、IGG、智明星通等。2018 年 9 月，公司再度拟并购游戏巨头盛大游戏，A 股游戏帝国逐渐构建完毕。同年 5 月，公司凭借行业地位和影响力入选了 MSCI。

**公司从 2018 年底开启并购盛大游戏进程，A 股游戏巨头即将登场。**盛大游戏旗下拥有八大工作室，即 DNA 工作室、传奇工作室、北斗工作室、热血工作室、萌芽工作室、传世工作室、起源工作室、起航工作室；其中，传奇工作室旗下的《热血传奇》、《最终幻想 14》、北斗工作室旗下的《传奇永恒》，热血工作室旗下的《热血传

奇手游版》（月流水高峰达 7 亿级），传奇工作室旗下的《传奇世界》等都具有很高的影响力。盛大游戏产品的特点在于其生命周期较长。公司拥有超过 10 年以上生命周期游戏 8 个，8 年以上生命周期的游戏 10+ 个。优质游戏产品的背后在于持续研发投入和壁垒。盛大游戏已经构建了上海、武汉、成都、韩国四大研发中心，产品覆盖了港澳台、东南亚等 100 多个国家。2018 年 2 月，腾讯以 30 亿元战略入股盛大游戏；世纪华通 2018 年底公布草案，拟以 298 亿元交易对价收购盛大游戏 100% 股权，盛大游戏登陆 A 股再进一步。

**手游+游戏出海是公司未来的重要发展点之一。**在全球游戏市场中，中国和亚太地区占市场份额的一半，除了中国的海外市场占比高达 72%，市场空间巨大。目前，旗下点点互动与阿里、华为等被 Facebook 评为 2018 年中国出海 50 强品牌，公司通过点点互动（及其投资的韩国游戏公司 Kakao Games）等在欧美、韩国、日本等具有不错的表现。例如，《龙之谷手游》登陆韩国，获得 iOS 与安卓免费榜第一及畅销榜第十；《神无月》日本上线仅 3 天，登陆日本 iOS 免费榜第九，安卓榜第二；《火枪纪元》于 2018 年 1 月位列美国排行榜前十。目前，公司海外运营超过 10 款手游。未来，世纪华通持续增加手游产品数量（例如 MMORPG《庆余年》、MMORPG《光明勇士》等产品），通过点点互动、腾讯、盛大游戏等发行渠道，继续巩固北美市场，完善日韩东南亚的布局等，全面实现全球协同发展。

### 4.3 三七互娱：新游爆发确立营收高增速，行业政策改善望迎业绩、估值双升

**爆款新游带动营收环比高增长，利润有望逐步释放。**公司新游《屠龙破晓》7 月上线后表现优异，首月流水约 2 亿，9 月流水已达 4 亿量级，推动三季度营收爆发增长。由于新游推广期营销费用较高，三季度利润贡献有限，后续有望逐步释放。此外，年内公司还有代理游戏《鬼语迷城》《仙灵觉醒》获优异表现，既有长周期自研游戏《永恒纪元》《大天使之剑 H5》等表现稳定，页游业务市场份额持续稳居行业第二。

**持续拓展产品品类，丰富项目储备支撑长期发展势头。**上半年，公司“ARPG+多品类”的产品策略表现亮眼，上线不同类型手游 25 款，手游发行品类得以拓展。公司当前储备的重点手游项目还包括《斗罗大陆 H5》以及奇迹、传奇类手游等，项目产品涉及二次元、武侠、传奇/奇迹、休闲的诸多题材和玩法，能够进一步满足公司自研游戏精品化以及发行业务多元化的需求。同时，公司与世纪华通围绕游戏研运和 IP 改编资源方面达成战略合作，IP 战略持续深化。

**优化股权与资产结构，期待行业政策改善带来业绩与估值双升。**公司第二期员工股权激励计划已完成，通过大宗交易方式受让了吴氏家族持有的占总股本 1.24% 股权，交易均价 9.50 元/股。此外，公司旗下原汽车部件公司 100% 股权以 8.19 亿元作价完成了出售，汽车部件资产剥离后上市公司资产将集中于游戏主业，同时实现资金回笼。在新游带动下公司营收端高增速趋势已经确立，后续产品储备也有望提供较好业绩支撑，待游戏政策细节落地后，公司作为行业龙头有望迎接业绩与估值双升。

### 4.4 完美世界：密切关注《完美世界》手游上线进程，期待 Steam 中国落地开启平台化发展空间

**游戏产品向多元化、年轻化方向演进，《完美世界》手游上线有望带来高业绩弹性。**作为老牌游戏研发商，公司在发挥原有端游 IP 与精品研发优势的基础上，加快向多元化品类与年轻化用户扩张，新战略在《诛仙》《轮回诀》《烈火如歌》及《武林外传》等手游作品中推进顺利。重磅端转手新游《完美世界手游》已于 10/17 开启

技术测试，一旦行业版号发放重启有望尽快上线，由于产品由腾讯代理发行，流水将按分成确认为当期净收入，一旦上线并受玩家欢迎，将为公司贡献显著业绩弹性。目前公司储备的游戏产品还包括腾讯代理手游《云梦四时歌》（备案&版号齐全）和《我的起源》（沙盒+MMO），以及《笑傲江湖》、《神雕侠侣 2》、《梦间集：天鹅座》、《神魔大陆 2》、克苏鲁游戏等，产品品类进一步丰富化。

**影视项目量质具优，投资规模扩大期待更多佳作。**2018 年，公司电视剧项目《香蜜沉沉烬如霜》，《忽而今夏》，《归去来》等获得收视、口碑双丰收，《烈火如歌》以超过 80 亿的网络播放量位居 18 年上半年网剧总播放量榜首，电影《灵魂摆渡·黄泉》分账票房突破 4500 万元，播放量近 2 亿，并在上海国际电影节中荣获“年度精品网络电影”等 4 项大奖。公司旗下影视新团队成长迅速，总团队数量已由去年的 5 个扩张至约 20 个，具备生产更多优质影视作品的实力。下半年公司仍有多部影视作品有望确认收入，包括《半生缘》《壮志高飞》《西夏死书》《绝代双骄》等。公司后续影视项目储备丰富，围绕主旋律题材多启用年轻演员，预期将持续贡献良好业绩支撑。

**与 V 社合作 Steam 中国落地，提升平台属性并打开长期发展空间。**自 6 月公布与 V 社合作 Steam 平台在中国落地项目后，2018 年 11 月 28 日公司与 V 社于浦东签订协议，标志着 Steam 正式落地中国。STEAM 是全球最大的 PC 端数字分销平台之一，目前为全球数百万玩家提供两万余款游戏产品。未来，Steam 中国有望成为国内玩家和游戏开发者供触及丰富娱乐游戏产品的新通道。完美世界也有望通过 Steam 中国平台落地项目加快由内容提供商向平台运营的转型，并进一步打开更高发展空间。

## 五、风险提示

影视行业内容监管趋严导致项目推进不达预期；游戏行业版号发放重启时间延迟；大众文娱消费喜好变化过快等。

## 分析师介绍

**曾荣飞**：清华大学互联网方向博士，北京市优秀博士毕业生，拥有互联网行业多年经验，2016年新财富第一团队成员；目前专注互联网、阅读、影视等领域。

**崔碧玮**：北京师范大学金融学本科，美国哥伦比亚大学国际金融硕士（MPA），曾任中金公司研究部互联网传媒行业研究助理，2018年4月加入中信建投证券研发部TMT传媒互联网团队，专注于游戏、影视院线、动漫行业领域。

**刘京昭** 18801173793 liujingzhao@csc.com.cn

## 报告贡献人

### 研究服务

#### 保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn  
杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn  
郭洁 -85130212 guojie@csc.com.cn  
高思雨 gaosiyu@csc.com.cn  
郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn  
张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn  
王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn  
张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

#### 北京公募组

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn  
朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn  
任师蕙 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn  
黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn  
杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

#### 私募业务组

赵倩 010-85159313 zhaopian@csc.com.cn

#### 上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn  
黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn  
戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn  
翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn  
李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn  
范亚楠 021-68821600-857 fanyanan@csc.com.cn  
李绮绮 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn  
薛姣 xuejiao@csc.com.cn  
许敏 xuminzgs@csc.com.cn

#### 深广销售组

胡倩 0755-23953981 huqian@csc.com.cn  
许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn  
程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn  
曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn  
张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn  
廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn  
陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

## 评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

## 重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

## 中信建投证券研究发展部

### 北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B  
座 12 层（邮编：100010）  
电话：(8610) 8513-0588  
传真：(8610) 6560-8446

### 上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大  
厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）  
电话：(8621) 6882-1612  
传真：(8621) 6882-1622

### 深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心  
B 座 22 层（邮编：518035）  
电话：(0755) 8252-1369  
传真：(0755) 2395-3859