



Research and
Development Center

信达传媒2020年中期策略——乘5G浪潮，把握 优质内容产业链价值重估

王建会 传媒行业分析师

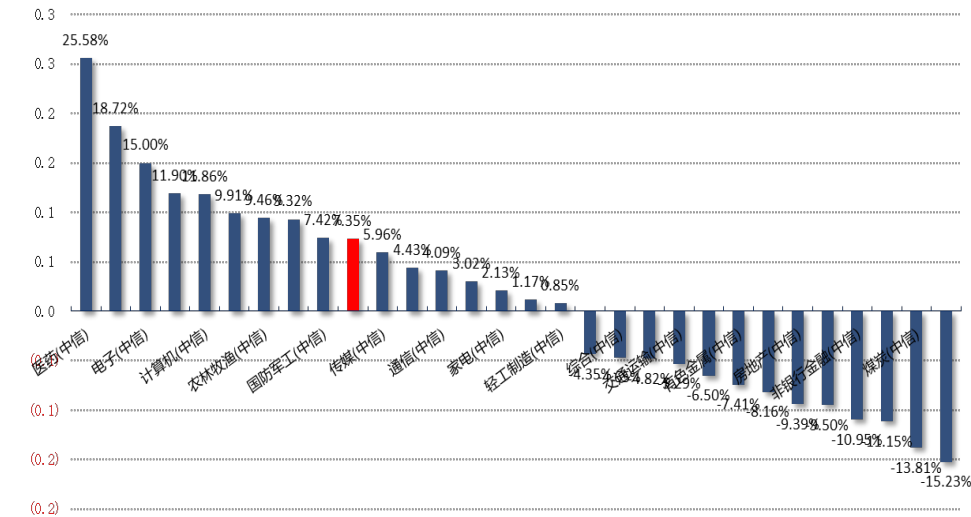
2020年6月

上半年行情回顾：接力2019年末火热行情，线上经济表现突出

■ 行业市场表现延续19年底火热行情，逐渐走出低谷

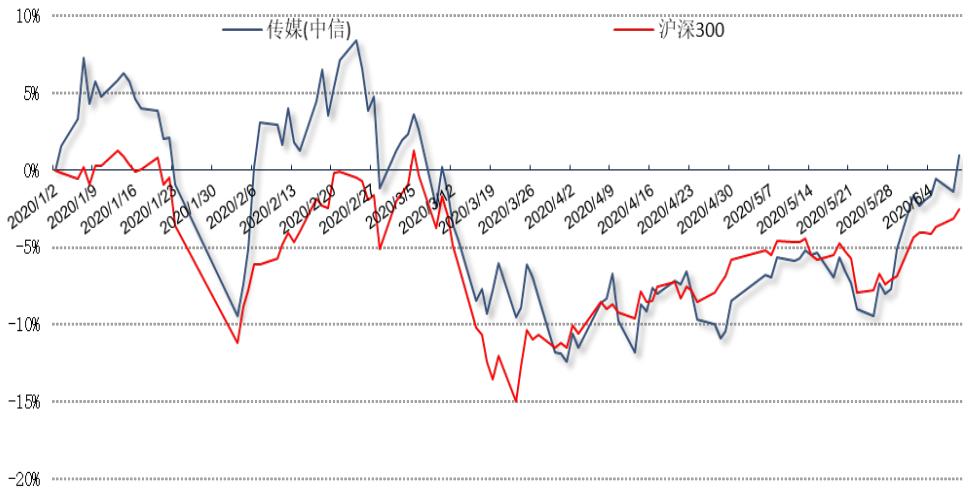
自2020年初至2020年6月9日，传媒（申万）指数实现涨幅5.96%，跑赢沪深300指数（-1.21%）7.17个百分点，位列中信各子行业（共30个）第11位，居于各子行业较为前列。相较于2017-2019年较为落后的涨幅排名，传媒行业板块行情表现有所活跃，一方面是延续2019年年末MCN大潮下传媒行业板块整体的景气度；另一方面5G落地的逐步推进，为传媒行业带来的新增量空间获得市场的关注与认可。

图：截至2020年6月9日，中信行业指数涨跌幅



资料来源：wind，信达证券研发中心

图：截至2020年6月9日，传媒（中信）行业行情图



资料来源：wind，信达证券研发中心

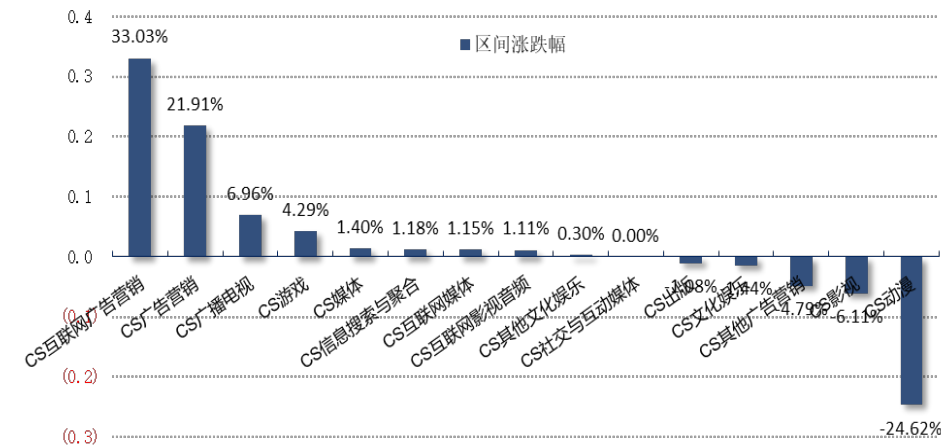
上半年行情回顾：接力2019年末火热行情，线上经济表现突出

■ 疫情影响子板块表现分化明显，在线经济涨幅明显，影视/院线表现较为低迷

各子行业表现出现明显的分化趋势。互联网广告营销与广告营销板块分别实现33.03%、21.91%的涨幅，位居各子板块行业前列，MCN的火热为低迷的营销行业带来新的可能，疫情影响下，消费模式由线下转移至线上带来的习惯培养与“直播带货”对消费动能的强拉动效果使得直播带货等相关概念获得关注。

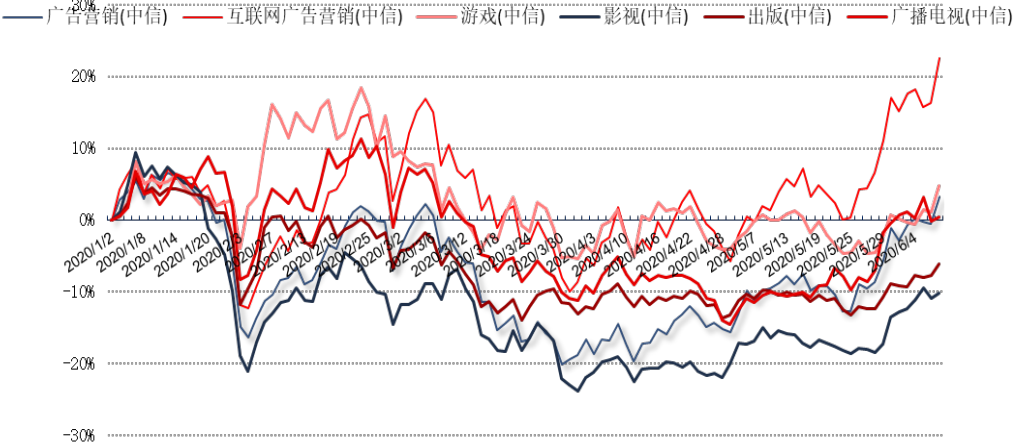
内容消费方面，由于疫情爆发，以电影为主要形式的线下娱乐活动暂停，影视剧开机复工推迟使影视子板块表现较为低迷，其区间涨跌幅分别为-6.11%、-24.62%，位列各子板块末尾。娱乐形式的被迫转移带来以游戏等线上的“宅经济”消费在疫情期间得到市场青睐，其涨跌幅为4.29%，位居子板块前列。

图：截至2020年6月9日，中信传媒子板块行业指数区间涨跌幅



资料来源：wind，信达证券研发中心

图：截至2020年6月9日，中信传媒子板块行业指数行情表现



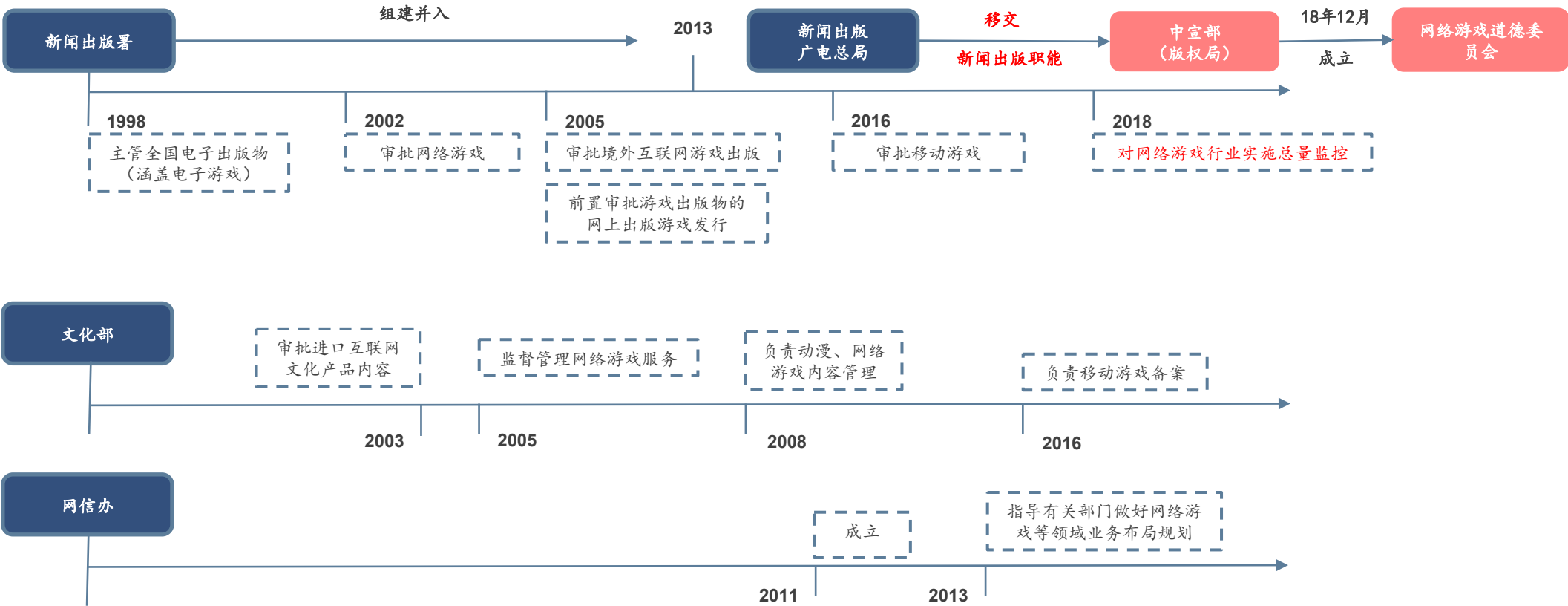
资料来源：wind，信达证券研发中心

目录

- 一、游戏：行业的机会在哪里？
- 二、直播电商：天时地利人和
- 三、视频平台：会员提价一触即发，控制成本之路仍在继续
- 四、数字阅读：免费阅读兴起，IP运营拓宽营收空间
- 五、影视制作：现金流转好，制作能力为核心竞争力
- 六、院线：复苏有望，关注拐点来临
- 七、传统出版：线上化趋势持续，长线畅销书优势明显

供给端分析：①行业监管政策

- 游戏行业监管监管机构主要包含新闻出版署，文化部与网信办。随着游戏行业的发展，国务院机构进行改革，监管机构的职责也不断的发生变化，到目前为止行业内最为核心的2个备案由新闻出版署与文化和旅游部负责。网信办2011年成立，2013年后开始指导有关部门做好网络游戏等领域业务布局规划。
- 游戏运营需要的2个备案，游戏出版备案与游戏运营备案分别由新闻出版署与文化和旅游部负责。新闻出版署要求经营网络游戏的公司，每款产品需要到新闻出版署做一次互联网出版备案，通常也称游戏版号。而根据《网络游戏管理暂行办法》，网络游戏上网运营之日起30日内应当按规定向国务院文化行政部门履行备案手续，即向文化部进行游戏运营备案。



供给端分析：①行业监管政策

■ 游戏行业主要政策梳理

游戏行业监管政策趋紧，进入强监管时代。2016年，广电总局印发《关于移动游戏出版服务管理的通知》，通知要求未经总局批准的移动游戏，不得上网出版运营，该项通知标志着移动游戏进入版号监管时代。2018年8月，教育部等八部委联合推出《综合防控儿童青少年近视实施方案》，方案要求：（1）实施网游总量监控（2）探索适合国情的适龄提示制度，实现游戏分级（3）采取措施限制未成年人游戏时间。2019年11月，国家新闻出版署发布《关于防止未成年人沉迷网络游戏的通知》，要求2个月内游戏用户必须实名登记，对未成年人游戏时长、充值消费做出严格限制。游戏行业监管整体趋紧。

公布时间	政策	机构	内容
2002年6月	互联网出版管理暂行规定	新闻出版总署、信息产业部	网络游戏上网出版前必须向所在地省、自治区、直辖市新闻出版行政部门提出申请，经省、自治区、直辖市新闻出版行政部门审核同意后，报新闻出版总署审批
2009年19月	关于贯彻落实国务院《“三定”规定》和中央编办有关解释，进一步加强网络游戏前置审批和进口网络游戏审批管理的通知	新闻出版总署	未经新闻出版总署前置审批的网络游戏，一律不得上网。所有在中国境内运营的进口网络游戏必须事先依法取得著作权人的授权，并办理著作权认证手续，取得《著作权合同登记批复》后，由运营单位向所在地省级新闻出版局申报，经省级新闻出版局审核同意后报新闻出版总署审批。
2010年6月	网络游戏管理暂行办法	文化部	确立了从事网络游戏活动的基本原则，明确了适用范围及“网络游戏”、“网络游戏虚拟货币”等概念，同时对网络游戏内容管理、未成年人保护、虚拟货币发行及管理做出制度安排。于2019年7月废止。
2011年7月	关于启动网络游戏防沉迷实名验证工作的通知	新闻出版总署、教育部等八部门	要求网络游戏运营企业做好网络游戏用户注册信息识别等工作；按流程及时报送需验证的用户身份信息；严格将经实名认证证明是提供了虚假身份信息的用户纳入网络游戏防沉迷系统
2016年2月	网络出版服务管理规定	新闻出版广电总局、工业和信息化部	网络游戏（包含境外境外著作权人授权的网络游戏）出版前，必须向所在地省、自治区、直辖市出版行政主管部门提出申请，经审核同意后，报国家新闻出版广电总局审批。
2016年5月	关于移动游戏出版服务管理的通知	新闻出版广电总局	要求未经总局批准的移动游戏，不得上网出版运营
2016年12月	文化部关于规范网络游戏运营加强事中事后监管工作的通知	文化部	网络游戏运营企业不得向用户提供虚拟道具兑换法定货币的服务；网络游戏运营企业应当要求网络游戏用户使用有效身份证件进行实名注册；不得为使用游客模式登录的网络游戏用户提供游戏内充值或者消费服务；限定单款游戏内的单次充值金额，并对用户充值消费信息进行提示和确认，消费充值信息保存时间不少于180日。
2018年8月	综合防控儿童青少年近视实施方案	教育部等八部委	要求：（1）实施网游总量监控（2）探索适合国情的适龄提示制度，实现游戏分级（3）采取措施限制未成年人游戏时间。
2019年11月	关于防止未成年人沉迷网络游戏的通知	国家新闻出版署	要求2个月内游戏用户必须实名登记，对未成年人游戏时长、充值消费做出严格限制。

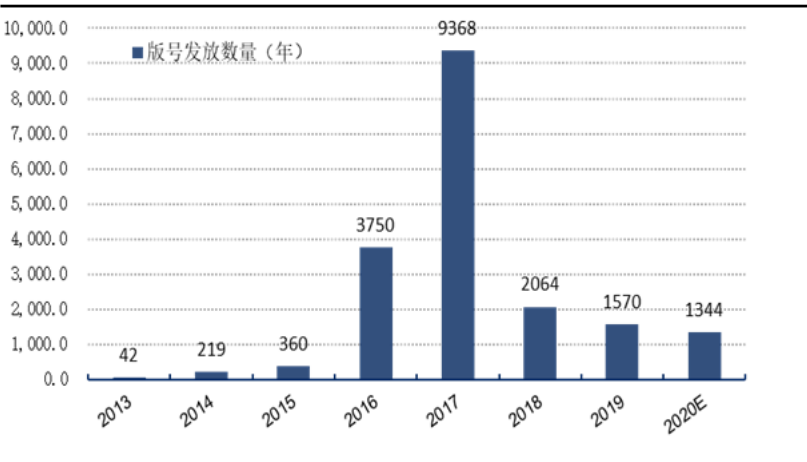
供给端分析：①行业监管政策

■ 每年版号发放数量

18年前为市场累积游戏版号补办审批阶段。2016年，广电总局印发《关于移动游戏出版服务管理的通知》，通知要求未经总局批准的移动游戏，不得上网出版运营，即所有上线运营收费的移动游戏必须要有版号。该项通知同时适用当时已上线运营的游戏，已上线运营游戏需按通知要求于2016年10月1日前到属地省级出版行政主管部门补办相关审批手续。届时，未补办相关审批手续的，不得继续上网出版运营。因此2016-2017年，累积待审批老游戏量巨大，版号发放数量也较多。2016年共发放版号3750个，2017年9368个。

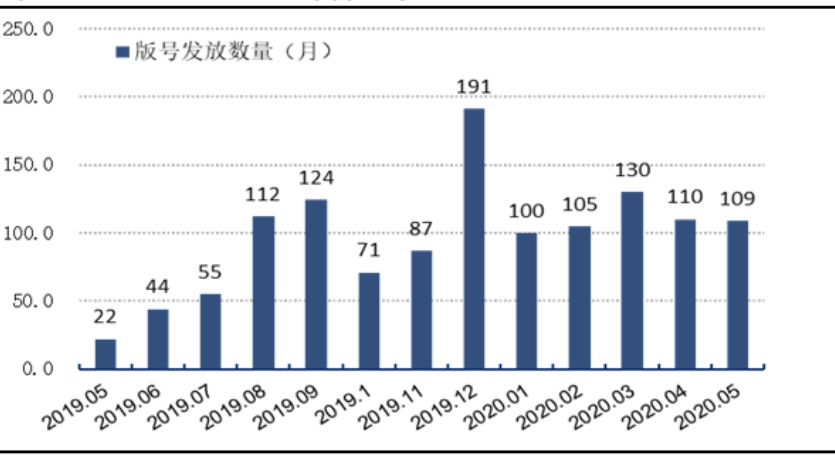
19年版号重启发放后，版号发放数量趋于稳定，20年截至5月底月均发放111个。2018年3月由于机构调整，版号发放暂停，2019年1月恢复发放，1-3月由于审批积累版号申请，共发放版号824个，占19年版号发放总数52.48%，2019年全年发放版号1570个相比于2018年减少了494个。进入2020年，截至5月31日，国家新闻出版署共发放版号554个月均111个，且每月发放数量较稳定，如果按照这一发放速度，2020年全年预计可发放1344个版号。考虑到近年底时版号发放数量会有所上升，预计下半年版号发放数量相比上半年有所上升，年发放数量与19年接近。

图 2：2013-2019 年版号发放数量



资料来源：国家新闻出版署，信达证券研发中心

图 3：2019.05-2020.05 单月版号发放数量

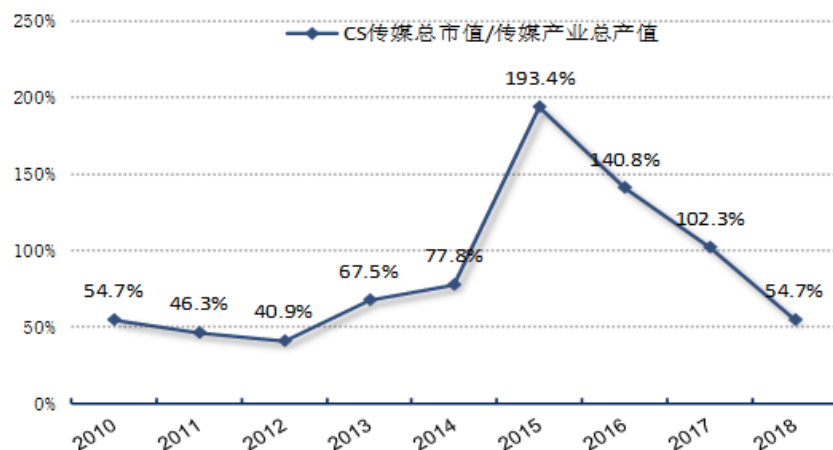


资料来源：国家新闻出版署，信达证券研发中心

供给端分析：②资产证券化

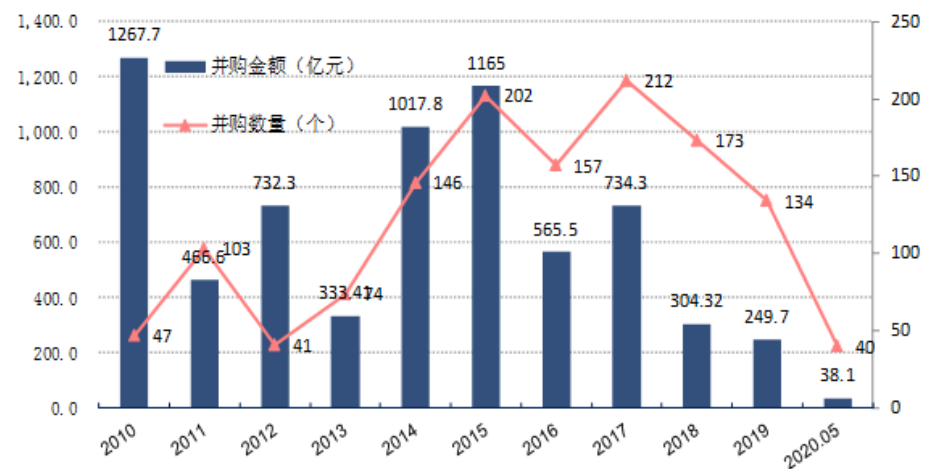
- 2010-2012：传媒行情与大盘一起下跌，资产证券化率较低，板块企业主要是广电与出版企业。
- 2013-2015：传媒行业加速资产证券化，媒体类并购金额与并购数量大幅增长，智能手机普及与移动流量红利推动传媒行业快速增长，该阶段针对传媒行业的监管慢于行业发展，监管较宽松。传媒板块迎来三年牛市。
- 2016-2018：传媒板块经历了与之前三年相对应的熊市，资产证券化降低，分析其原因主要包括智能手机普及完成，4G网络全面覆盖，流量与用户红利见底，同时并购融资监管趋严，原先并购产生的商誉问题开始显现。行业正版化趋势提高成本的同时并未快速提升用户的付费水平。

图4：2010-2018年中国传媒资产证券化率



资料来源：wind，产业信息网，信达证券研发中心

图5：2010-2020.5媒体类并购金额与并购数量



资料来源：wind，信达证券研发中心

供给端分析：③技术更迭

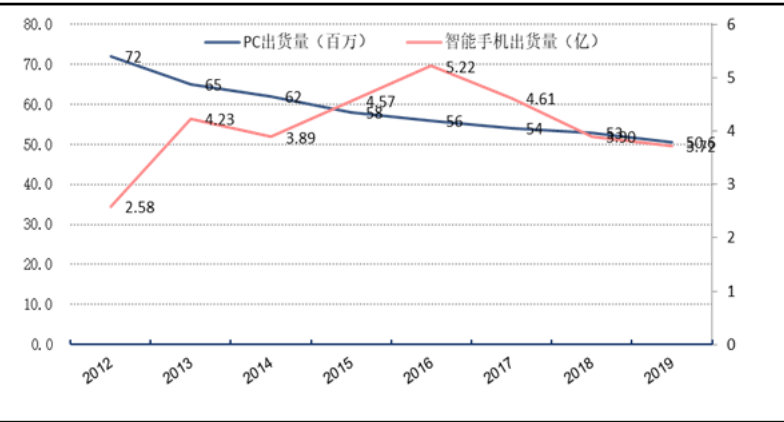
■ 终端硬件设备的更迭：电脑——手机

智能手机出货量到2016年持续增长，同期PC出货量持续走低，手机成为互联网用户的主要媒介，互联网硬件媒介更迭，移动互联网时代到来。根据中国信通院的数据，智能手机出货量从2012年年出货2.58亿部到2016年已达到5.22亿部。同期根据IDC的数据，PC出货量从720万持续降低至560万。而PC出货量中用于游戏娱乐的游戏本2019年仅占26%，相当一部分PC被用来办公与轻度影音。

得益于智能手机的迅速普及，移动互联网网民数迅速增长，互联网渗透率不断提高。根据中国信通院的数据，2016年中国互联网渗透率达到53.2%，中国移动互联网网民总数达69531万，占总网民比例为95.1%，从2013-2016该比例年均增长4.7pp。

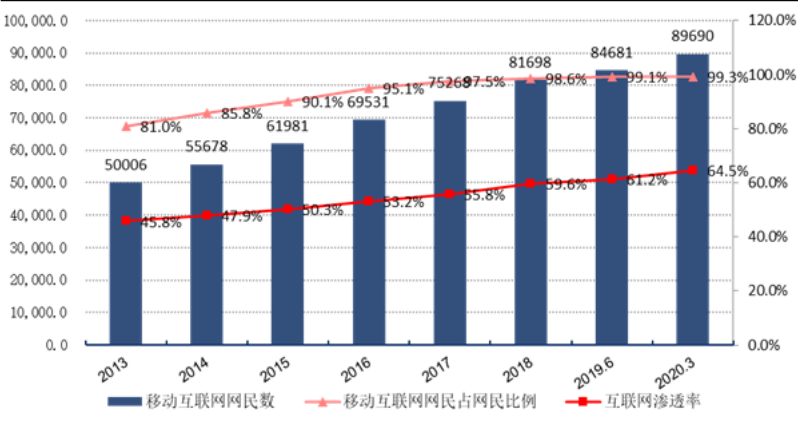
16年后移动互联网时代进入下半场，由电脑-手机的媒介更迭所带来的流量红利逐渐见底。从智能手机出货量看，2016年后智能手机出货量持续走低，2019年出货量为3.72亿部，而从移动互联网网民看，移动互联网网民占总网民比例的增速持续降低，到20年3月99.3%的网民都是移动互联网用户。2020年，下次媒介更迭或许是5G与VR/AR。

图 6：2012-2019 年中国 PC、智能手机出货量



资料来源：IDC，中国信通院，信达证券研发中心

图 7：2013-2020.3 年中国移动互联网网民数（万）与互联网渗透率



资料来源：中国信通院，信达证券研发中心

供给端分析：③技术更迭

■ 网络技术的更迭：3G——4G——5G

3G-4G网络技术的更迭促使应用层市场的爆发，使得移动互联网游戏快速成为主流。2G 时代，用户的手机应用使用场景以语音、短信为主；3G 时代，伴随智能手机的普及，应用形式从文字逐步发展为图片、视频与单机移动游戏；4G 时代，移动互联网网速进一步提升，延迟进一步降低，应用快速爆发，短视频、视频直播等形式不断涌现，10ms的低延迟保证了互联网手游的游玩体验，促进了手机游戏市场从付费方式单一的单机游戏转向互联网移动游戏。

4G-5G加速更迭，1ms低延时、10Gbit/s高带宽特性将推动云游戏、VR游戏的规模化落地。云游戏用户本地只上传指令，接收视频流数据，对本地硬件要求较低但对网络要求较高，5G更丰富的频谱以及大规模天线技术（MIMO）能够加速网络质量的提升，为云游戏的成长提供了大带宽、低延迟、低丢包的网络环境，此外，5G的发展促使交换节点下沉到二、三线城市，缩短了整体网络路由，在5G基站附近部署云游戏服务器，能够减少玩家与游戏服务器的距离，降低时延。对于VR游戏来说，其也受益于5G的低延时特性与高带宽特性。对于大多数用户，VR设备的网络与硬件整体时延在20ms以下时，将不会产生晕眩感。5G的网络时延低于1ms将彻底解决限制VR设备的网络时延问题。另一方面5G也能促进云VR游戏的落地，解决VR设备性能限制。

云游戏有望重构产业链，弱化渠道，使内容厂商受益。云游戏解放了玩家对硬件设备的配置需求，故游戏行业下游硬件厂商未来的议价能力将被逐步削弱。云平台下，游戏不再需要下载更新，且试玩广告等创新玩法将改变游戏推广模式，故像应用商店、App Store及其他分发渠道商的产业地位将大大降低。云游戏时代，游戏研发商尤其是研发能力较强的产业链地位将趋于上升。VR/AR设备有望成为智能手机之后下一重要媒介。VR/AR设备带来了全新的有别于智能手机的人机交互体验，且其应用场景广泛，从教育、工业设计、社交都具有较大应用价值。智能手机用手指改变了传统PC人机交互方式成为近些年的核心媒介，VR/AR设备在解决延迟、硬件等限制后有望成为下一重要媒介。

	3G	4G	5G
理论下载速度（峰值）	21Mbit/s	1Gbit/s	10Gbit/s
无线网络往返延迟	200ms	10ms	<1ms
单用户体验速率	440kbit/s	10Mbit/s	100Mbit/s
标准	WCDMA/CDMA2000/TD-SCDMA	LTE-FDD/LTE-TDD/WiMAX	5G NR（未定）
支持服务	高质量数字通信（音频、短信、网络数据）	高速数字通信（voLTE、高速网络数据）	eMBB、mMtc、URLLC
单载波带宽	5MHz	20MHz	根据场景可变（10MHz-200MHz）

供给端分析：④游戏行业市场规模

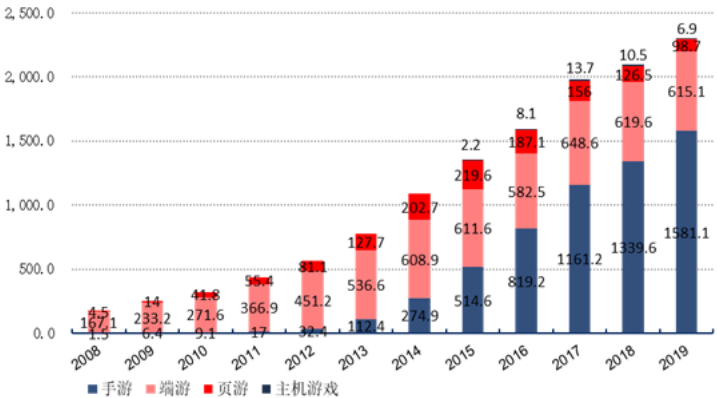
■ 网络游戏国内和出海分别的市场规模（包括细分手游、PC、主机游戏市场规模）、在美国韩国日本游戏市场所占份额

流量红利见底叠加版号限制，中国游戏市场规模增速低，手游占据市场整体份额近7成。进入2019年智能手机、4G网络的普及带来的流量红利见底，中国游戏整体市场规模增速仅为7.7%，达到2308.8亿，用户规模增速仅为2.24%。从市场结构看，2019年手游年市场规模为1581.1亿，占游戏市场整体的68.48%。其余端游、页游、主机游戏的市场规模2017后持续走低，游戏市场保持增长的主要贡献者仍为手游。

国内市场不景气，海外移动化发展空间更大使游戏出海成为必然，19年中国游戏出海收入保持高增速。19年在实行版号总量控制后，版号发放数量进一步减少，国内市场不景气，更多的公司加大对海外游戏市场的开发。2019年中国游戏出海收入达到115.9亿美元，同比增长20.86%。未来游戏出海仍将是中 国游戏公司的重要方向。根据艾瑞咨询的数据，2018年游戏出海收入占中国游戏全球收入之比为25.4%，预计该比例2022年将增长到28.3%。

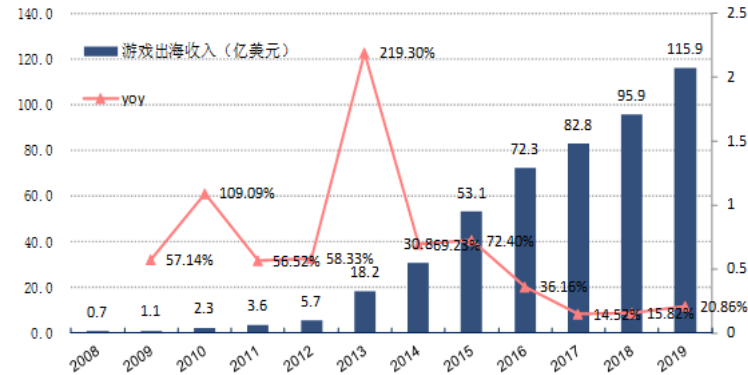
从出海收入分布看，美国、日本、韩国是中国游戏出海的主要方向。根据游戏工委的数据，2019年中国游戏出海收入中，美国占30.9%，是游戏出海的第一大方向，日本占比22.4%，韩国占14.3%分别是第二、第三大出海方向。

图 8：2008-2019 中国四大终端类型游戏市场规模（亿）



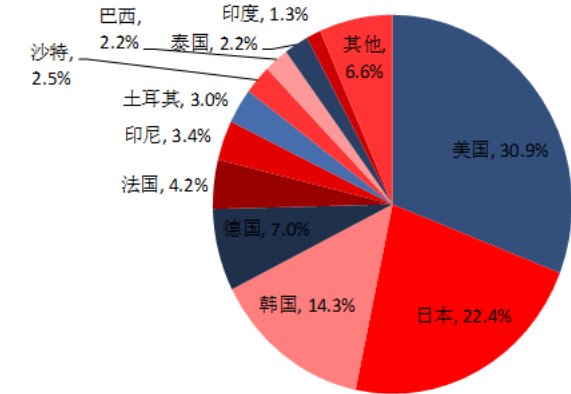
资料来源：游戏工委，信达证券研发中心

图 9：2008-2019 中国游戏出海收入及增速（亿美元）



资料来源：游戏工委，信达证券研发中心

图 10：2019 中国游戏出海重点地区收入分布



资料来源：游戏工委，信达证券研发中心

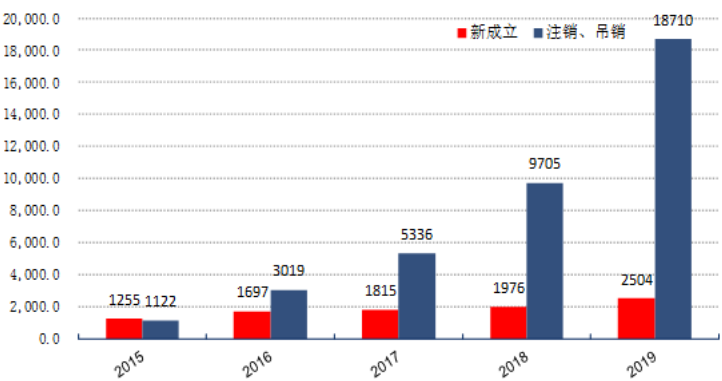
供给端分析：④游戏行业市场规模

■ 国内游戏公司数量、竞争格局

版号政策加剧马太效应，2019年中国尾部游戏公司加速死亡。2018-2019版号进入停发，数量减少的状况，直接影响了游戏企业的盈利能力，死亡游戏公司数量迅速增长。企查查数据显示，从2015年到2019年这5年间，新成立的游戏公司共计9247家。与之形成鲜明对比的是，注销、吊销的游戏公司数量猛增。2019年，新增公司2504家，倒掉的公司数量达到了惊人的18710家，注销、吊销公司数量大约是新成立公司数量的7倍多。游戏公司数量在增长放缓的同时，关闭的速度却陡然上升，行业集中度提高。

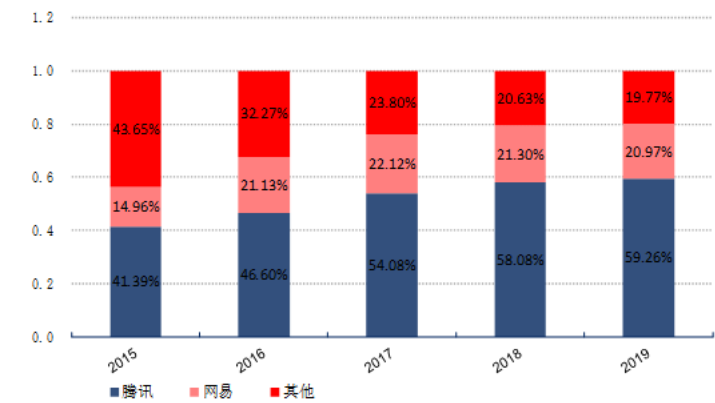
CR2市场份额占比达到80%，中国游戏行业符合“二八法则”。我们通过腾讯、网易手游收入与游戏工委公布的游戏市场规模之比，可以得到腾讯与网易的市场份额占比。可以看到从2015年到2019年腾讯与网易市场份额占比持续提高，到2019年CR2市场规模占比达80.23%。从用户规模市场份额占比看，根据QuestMobile的数据，2019年6月，CR2活跃用户规模占游戏用户市场份额达到56.9%。

图 11：2015-2019 中国成立、注销游戏公司数



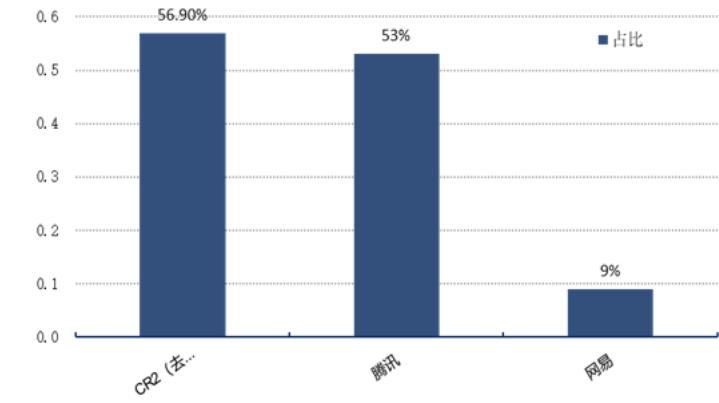
资料来源：企查查，信达证券研发中心

图 12：2015-2019 腾讯、网易手游市场份额占比



资料来源：公司公告，游戏工委，信达证券研发中心

图 13：2019.6 头部手游企业活跃用户规模市场份额（APP MAU>100 万）



资料来源：QuestMobile，信达证券研发中心

供给端分析：④游戏行业市场规模

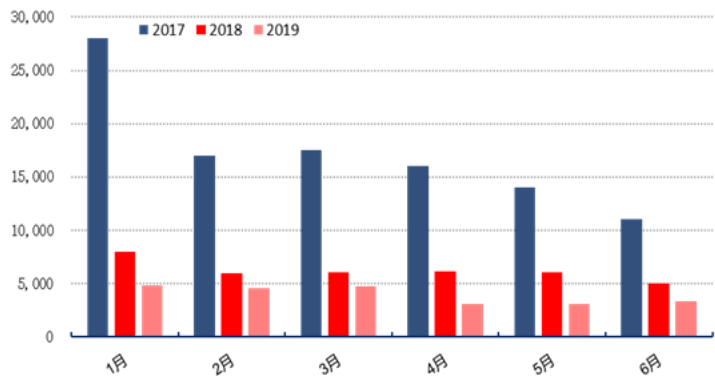
- 产能分析：每年发布多少款游戏产品
- 每年发布的游戏各品类占比，各品类收入贡献占比

版号政策与游戏出海倾向限制游戏产量。根据七麦数据，2019年H1月APP Store新上线手游数量不足5000款，而2017年同期最高月新上线手游数量超过27000款。新上线手游数量减少的原因主要在于版号政策影响与游戏出海倾向。新上线手游主要是无内购、无需版号的休闲小游戏。

版号限发对棋牌类游戏影响较大，MMO类游戏成为获得版号最多的游戏品类。由于版号限制，目前新发游戏绝大多数是无内购、无需版号的休闲类游戏。我们可以通过过审游戏品类分布观察审核趋势。根据MOB研究院的统计，2019年上半年过审游戏中MMO成为过审数量最多的品类，这可能是由于MMO类申请数量较多，而对比版号申报重启执行总量调控政策之前，每月版号发放数量进一步下降，棋牌类受到重大打击，限发前棋牌类获得版号占比为三分之一，是当时获得版号数量最多的品类，限发后占比不足2%。

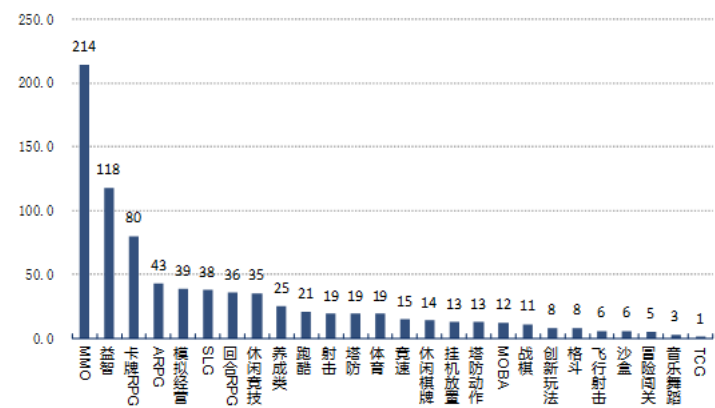
角色扮演类游戏贡献了最多的收入。角色扮演类游戏通过加入剧情使游戏内容更加丰富，成为各大游戏公司重点开发的领域。国内自主研发游戏市场中，该类型游戏收入占比最大，达到36.7%；其次是策略类游戏，占比为19.1%；MOBA游戏位居第三，占比为15.8%；射击、竞速、卡牌类游戏占比均较少。

图 14：2017-2019 中国新手游上线数量



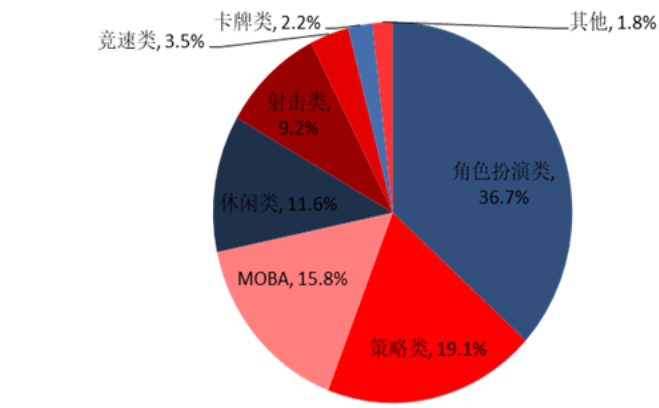
资料来源：七麦数据，信达证券研发中心

图 15：2019H1 过审手游各类型数量（个）



资料来源：MOB 研究院，信达证券研发中心

图 16：2019 中国游戏产业自主研发游戏收入产品分类占比

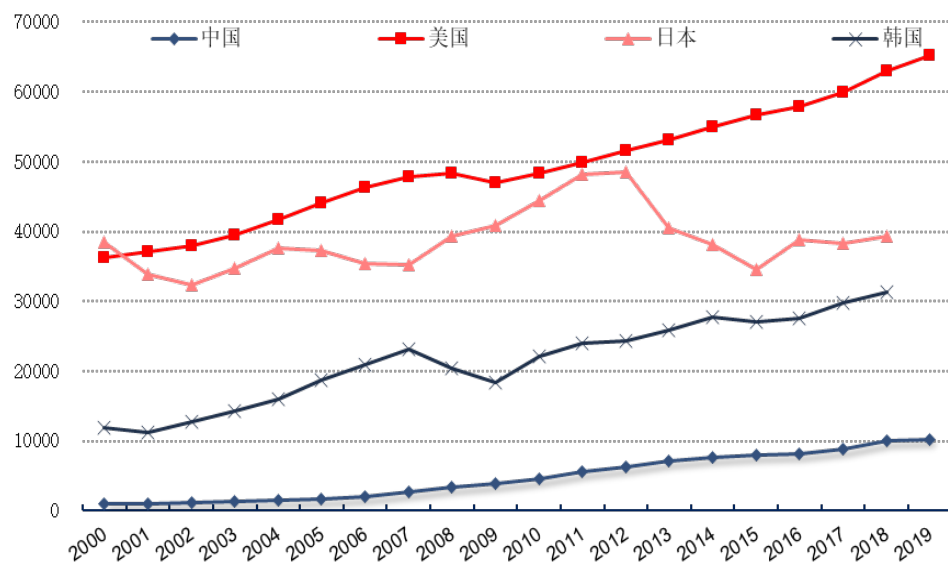


资料来源：游戏工委，信达证券研发中心

需求端分析：①人均GDP和文娱支出比重不断攀升

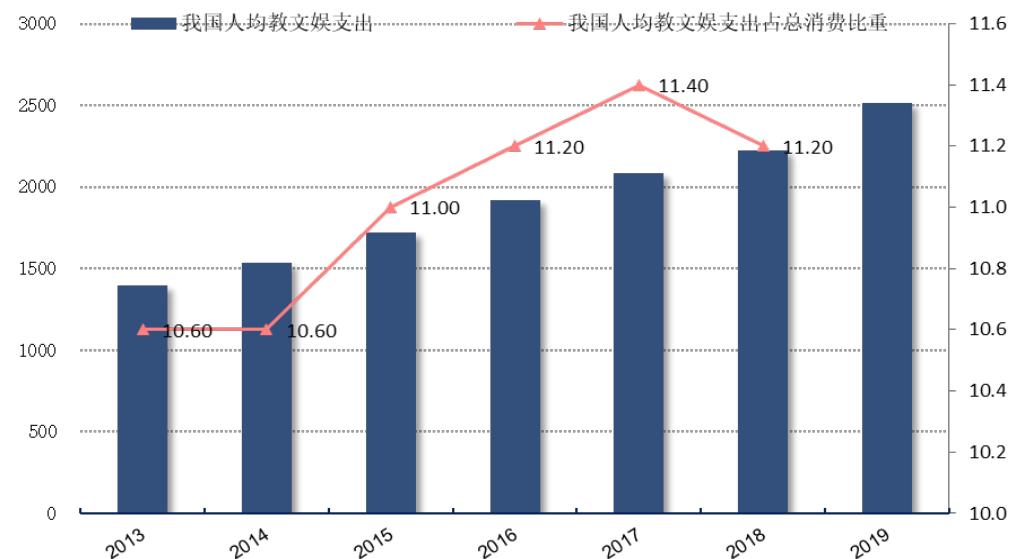
- 我国人均GDP不断攀升，虽然相较于美日韩等发达国家差距较大，但增长速度惊人，2019年人均GDP已达10279美元，后续GDP增速虽放缓，相较发达国家仍有较大增长空间；
- 2019年我国人均教文娱支出为2513元，2018年人均教文娱支出为2225.7元，占我国居民总消费支出的比重为11.2%，较2013年提高了0.6pct。

图17：我国与美日韩2000-2019年人均GDP比较（现价，美元）



资料来源：wind，信达证券研发中心

图18：我国2013年以来人均教文娱支出及占总消费支出比重

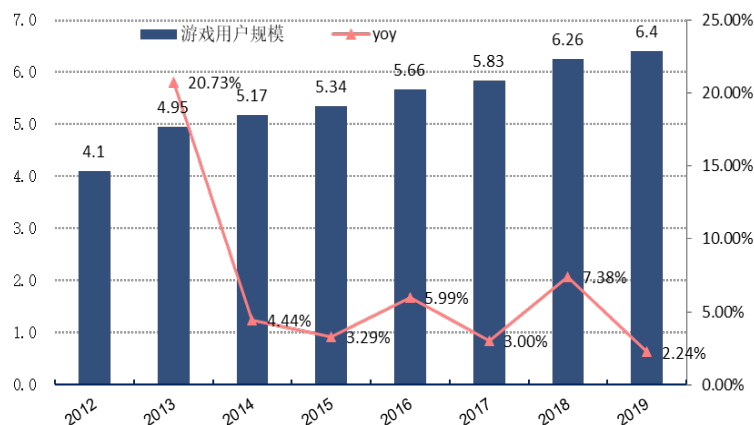


资料来源：wind，信达证券研发中心

需求端分析：②用户红利殆尽，游戏用户规模进入存量阶段

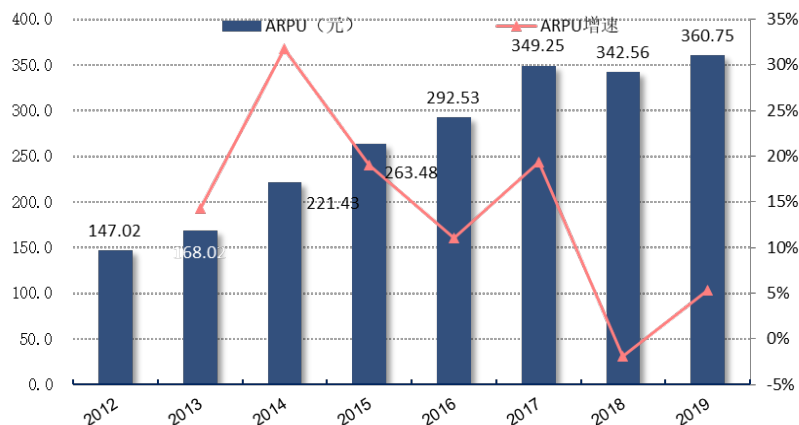
- 随着移动互联网流量红利殆尽，游戏用户规模开始稳定，游戏行业进入存量竞争阶段，2019年我国游戏用户规模为6.4亿人（yoy+2.2%）；
- ARPU值快速提升，由2012年的147元增长到2019年的361元；
- 移动互联网存量竞争时代，近两年移动视频抢占游戏用户时长，游戏行业竞争较为激烈，手游占移动互联网热门行业总使用时长从2017年底的10%左右下降到2018年底的8.2%。2019年短视频爆发，网民在短视频APP的使用时长势必进一步挤压游戏游玩时长。

图19：我国游戏用户规模及增速（亿人）



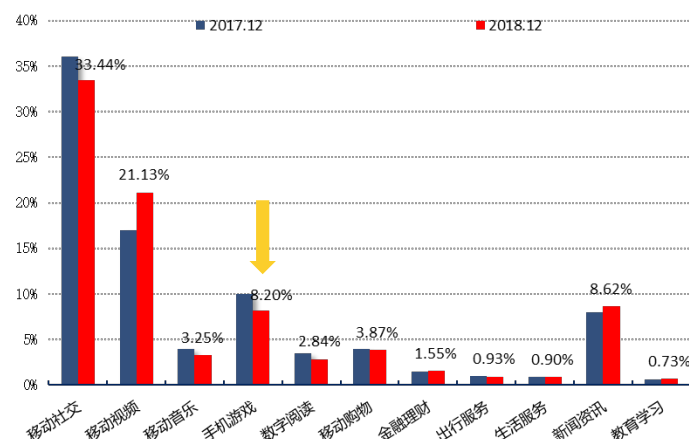
资料来源：游戏工委，信达证券研发中心

图20：我国游戏行业ARPU值及增速（元）



资料来源：游戏工委，信达证券研发中心

图21：我国移动互联网热门行业总使用时长占比



资料来源：Questmobile，信达证券研发中心

需求端分析：③我国游戏用户呈现年轻化，Z世代值得被关注

- 年龄结构、成熟市场（日韩美）用户年龄结构，Z世代将成为消费主力
- 游戏大厂腾讯和网易的用户年龄结构与我国游戏行业整体的用户年龄结构基本一致，**网易的用户更偏年轻化**；
- 完美世界为收获年轻新增用户做出很多努力和布局，原有完美系用户平均年龄在27岁，偏大，经过近两年的改造和优化，大量年轻用户成为新增用户。**王牌产品《诛仙》手游平均年龄已从28-29岁降到25-26岁**；
- **三七互娱核心产品中年男性玩家居多**，《热血传奇》78-92年玩家（今年28-42岁）约占8成，《传奇世界》78-92年玩家约占7成。

图22：我国2019H1游戏用户年龄结构

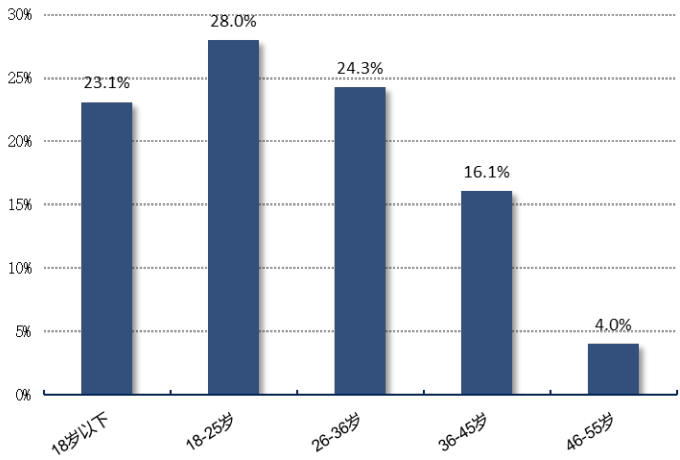
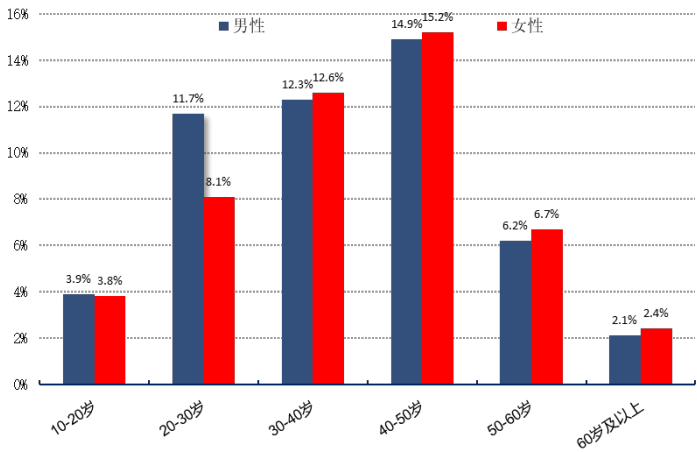
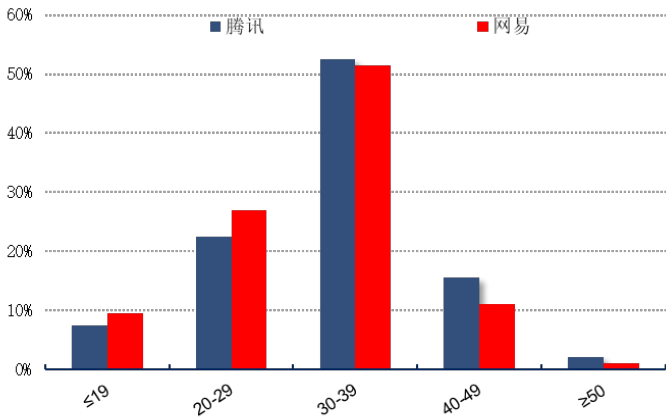


图23：韩国2019年游戏用户年龄结构



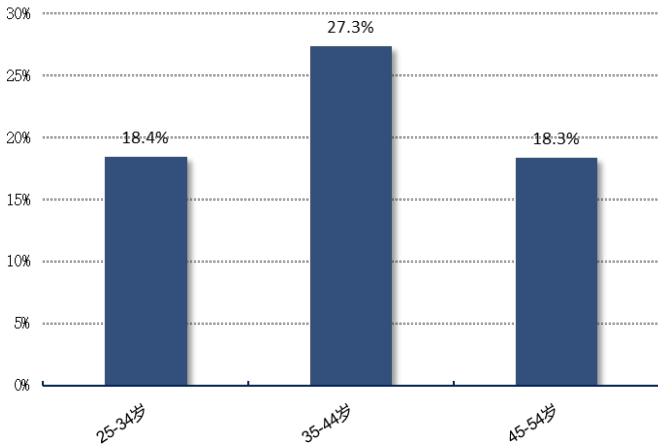
资料来源：伽马数据，信达证券研发中心

图25：游戏CR2用户年龄结构



资料来源：百度指数，信达证券研发中心

图24：美国2017年游戏用户年龄结构



需求端分析：④女性向和二次元市场潜力较大

- 2019年我国女性游戏用户规模达到3亿人，增速略有放缓，随着面向女性消费群体的产品线逐步成熟，女性游戏用户市场将迎来激增；
- 目前女性用户规模占到近一半，但贡献的销售收入不足四分之一，女性向游戏的消费潜力有待挖掘；
- 今年女性向代表作品《浮生为卿歌》畅销榜排名一度冲到top5，股票市场表现也是大放异彩。

图26：我国女性游戏用户规模及增速

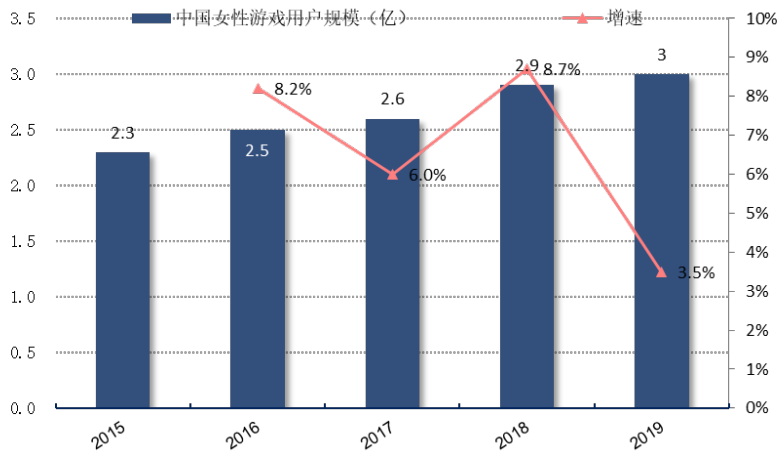
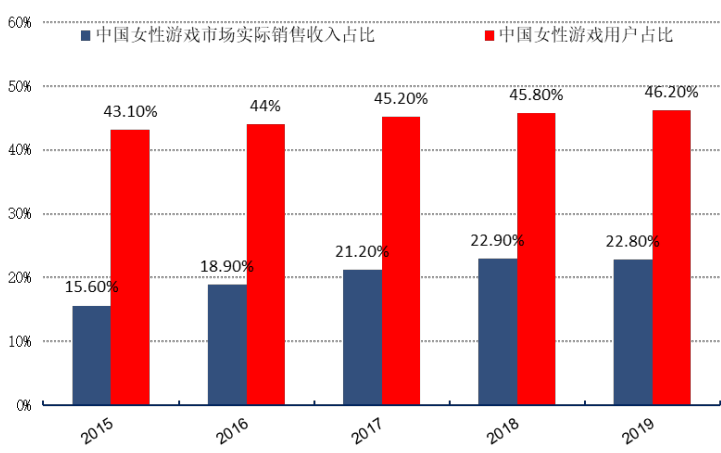


图27：我国女性游戏市场实际销售收入贡献情况



表：我国女性向游戏市场代表作品

资料来源：中国音数协游戏工委GPC&国际数据公司IDC，信达证券研发中心

类型	代表产品	研发厂商	上线日期	题材	备注
恋爱向	《恋与制作人》	叠纸网络	2013年8月	都市+幻想	
	《遇见逆水寒》	网易		古风	
换装向	《闪耀暖暖》	叠纸网络		都市+幻想	腾讯代理发行
	《云裳羽衣》	西山居		古风	
宫斗向	《熹妃传》	友谊时光		古风	
	《宫廷计》	友谊时光		古风	
养成向	《偶像梦幻祭》	乐元素		偶像+音乐	腾讯代理发行
	《浮生为卿歌》	友谊时光		古风	
休闲向	《天天爱消除》	腾讯		萌宠	
	《旅行青蛙》	HIT-POINT		萌宠+放置	
经营向	《食物语》	天梯互娱		拟人+幻想	腾讯代理发行
	《梦间集天鹅座》	完美世界		都市+幻想	

资料来源：公开资料整理，信达证券研发中心

云游戏时代的主旋律：品质为王

- 云游戏改变了什么：解放设备限制，随时随地玩3A游戏
- 吸引的用户类型：①主机游戏玩家，苦于主机和游戏本成本高昂；②一线城市核心手游端游玩家和二三线下沉城市的玩家想要玩一些好游戏
- 规模预测：1) 硬件设备成本替代 501 亿元；2) 渠道商产业链转移收入 858 亿元；3) 用户数×渗透率×ARPU 值中，渗透率和ARPU值拉动的市场增量为907亿元。
- 对游戏行业的改变：内容价值重估，渠道有望弱化

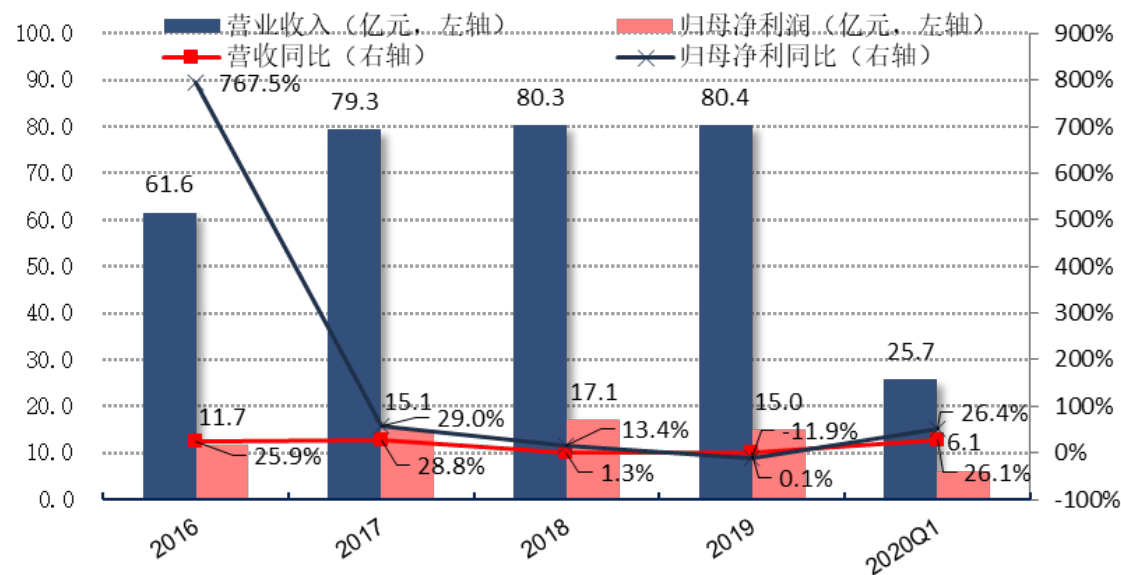
云游戏产业链	相关公司	公司概况
云游戏平台	腾讯控股	腾讯start是针对3A游戏、主机游戏、手游和页游上云搭建的2c云游戏平台，正积极与EA、育碧的高质量端游和主机游戏厂商进行合作。
	网易	2019年底网易云游戏平台Beta版上线，2020年6月与华为签署发展云游戏的战略合作协议
	盛天网络	旗下易乐游网吧娱乐管理平台，旗下手游平台mobawan参与王者荣耀推广充值分成
	恺英网络	旗下XY.COM页游运营平台
	北纬科技	旗下蜂巢游戏发布平台，代理国外精品游戏
	任子行	旗下任网游游戏平台，聚焦网吧互联网增值业务
云游戏制作	顺网科技	发布顺网云玩，国内首个软硬件一体的云游戏系统
	三七互娱	内部云、云游戏代理服务
	完美世界	与谷歌合作探索VR、云游戏等新游戏类型
	凯撒文化	全资子公司天上友嘉布局云游戏
	游族网络	与华为合作，公开《少年三国志2》及《天使纪元》云游戏版本
	金科文化	以“会说话的汤姆猫家族”IP为核心，与中国移动云游戏平台合作
运维	星辉娱乐	推出《三国群英传》云游戏版
	世纪华通	旗下盛趣游戏与中国移动咪咕文化合作布局5G云游戏生态
	中青宝	与英特尔达成战略合作协议布局5G云游戏领域
	奥飞数据	云计算+IDC
	光环新网	云计算+IDC
	数据港	云计算+IDC
	网宿科技	云计算+IDC
	云赛智联	云计算+IDC
	新易盛	光模块
	中际旭创	光模块
	光迅科技	光模块
	浪潮信息	服务器
	星网锐捷	交换机
	中国移动（运营商）	运营商
	中国联通（运营商）	运营商

资料来源：公开资料整理，信达证券研发中心

标的梳理①完美世界：品质为王，影游龙头扬帆起航

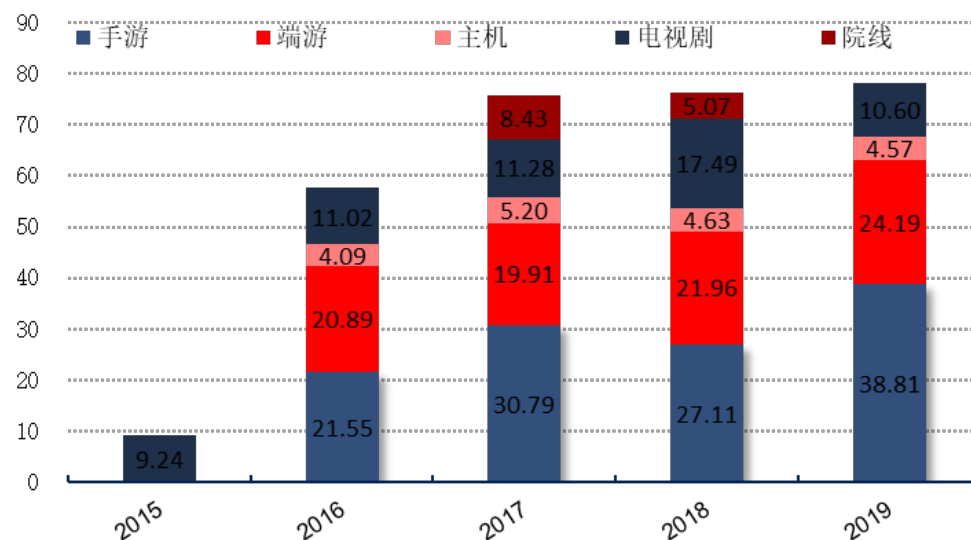
- **游戏业务拉动整体业绩高速增长：**2019 年业绩增速出现下滑，剔除影视拖累，游戏营收yoy+26.6%，净利润yoy+38.7%，主要系《完美世界》手游、《新笑傲江湖》等精品游戏表现优秀，以及经典端游《诛仙》、《完美世界国际版》等持续贡献稳定收入。2020Q1 营收 yoy+26.1%，归母净利润 yoy+26.4%，其中游戏净利增速 60%+，游戏业务贡献高增长。Q2，《新笑傲江湖》iOS畅销榜排名12，我们预计4月流水较3月略有下降，5月环比平稳。H2三款重点产品《新神魔大陆》、《梦幻新诛仙》、《战神遗迹》均已获得版号，《非常英雄》等待版号。此外，公司现金流情况大幅改善。
- **影视业务受益于行业库存出清周期：**未来1-2年，影视供给受阻、需求旺盛下，行业处于库存出清周期，拥有丰富产品储备的影视剧公司受益。2020 年公司影视剧投资项目涵盖都市情感、古装历史、年代动作、革命谍战、现代军旅、青春励志、古装悬疑、民国探案等多种题材类型。3月《冰糖炖雪梨》一播出即达到高话题讨论度，优酷站内各榜单热度登顶，稳居同期热播剧集榜top。

图28：完美世界收入、归母净利润及增速



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图29：完美世界主营业务营收（亿元）

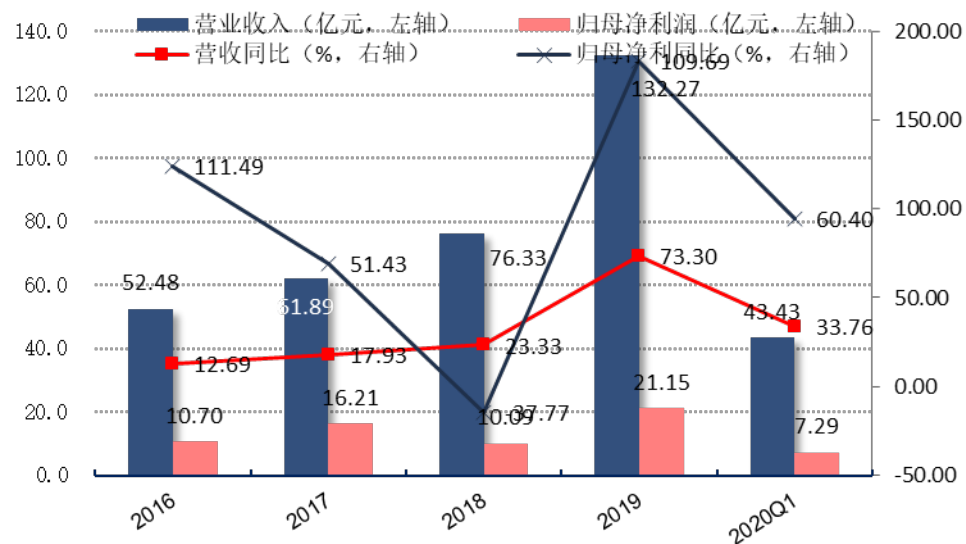


资料来源：Wind，信达证券研发中心

标的梳理②三七互娱：AI赋能“流量经营2.0”，品类拓展研发持续提升

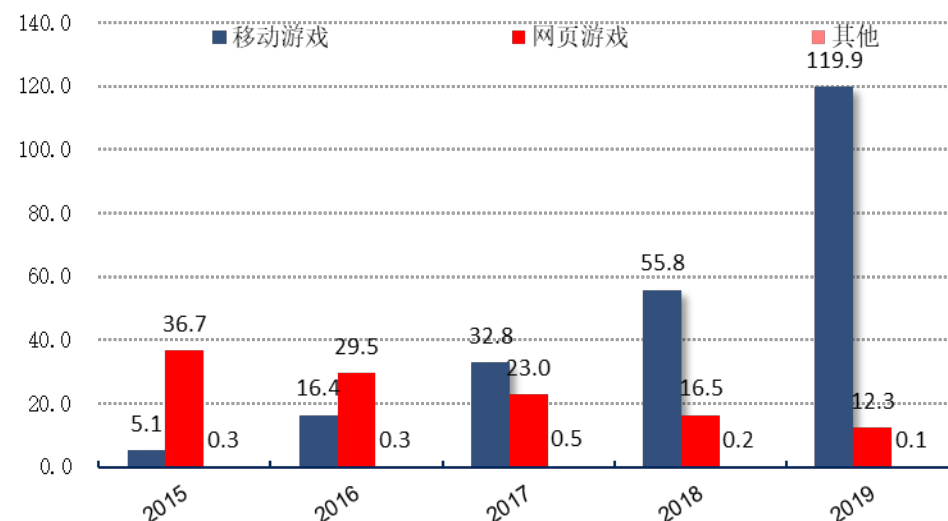
- **精耕细作游戏业务，手游市占率创新高**：2019年营收yoy+73.30%；归母净利润yoy+109.69%。2019H2移动游戏收入yoy+91%，环比增长20.93%；毛利率87.8%，同比增长4.72pct，环比增长0.23pct。两款主力游戏《斗罗大陆》H5和《一刀传世》持续贡献良好业绩。公司手游市占率提升至10.44%。2020年来看，Q1总流水盘达到公司历史峰值。Q2：《末日沙城》此前上线，数据表现优异，优势品类产品《奇迹MU》、《荣耀大天使》或将上线，我们判断产品流水将有不错表现。此外《代号英雄》、《云上城之歌》、《代号万古》等头部产品也预期将上线。同时，公司也在探索其他新品类的开发，如非传奇、奇迹类的RPG、SLG、卡牌、二次元及女性向的游戏，在产品布局上，加强商业化游戏的均衡发展。智能化投放平台“量子”以及智能化运营分析平台“天机”投入使用，使业务流程数据化、智能化、精细化，将流量经营的质效发挥到最大。

图30：三七互娱收入、归母净利润及增速



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图31：三七互娱主营业务营收 (亿元)

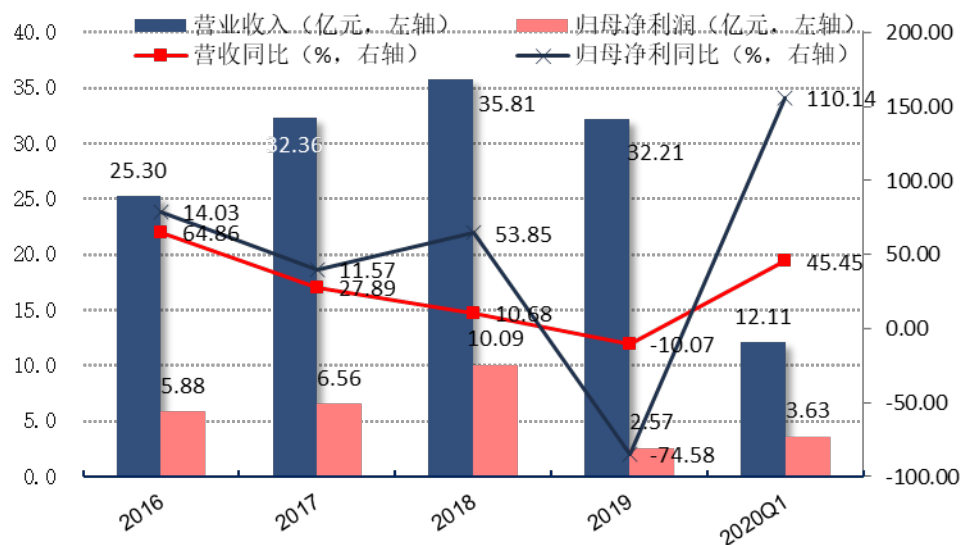


资料来源：Wind，信达证券研发中心

标的梳理③游族网络：产品储备和排期正常，对业绩形成一定支撑

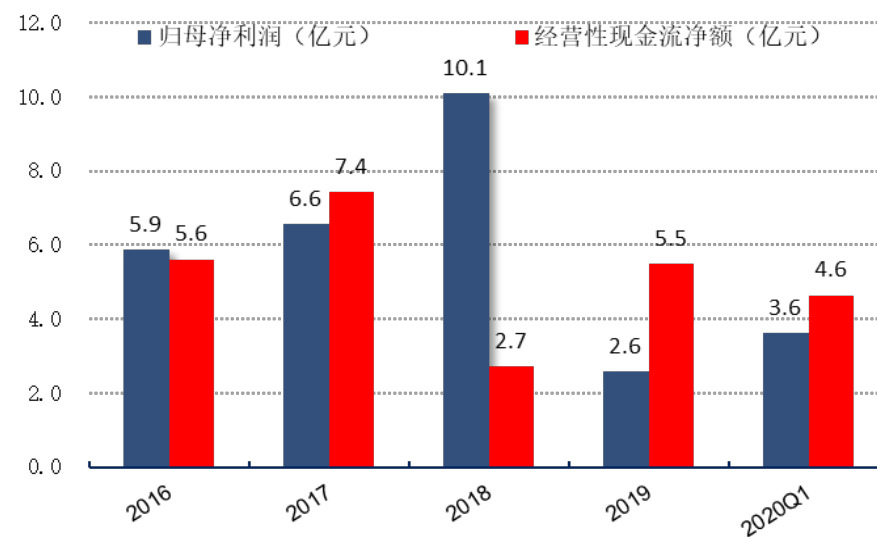
- 2020Q1公司实现营收12.11亿元，yoy+45.45%，毛利率为46.2%，同比下降8.4pct，相较于19Q4由负转正，同比下降主要因为市场推广及游戏分成款增加导致营业成本同比增加72%。20Q1公司实现归母净利润3.6亿元，yoy+110.14%，超过此前一季度业绩预告上线。Q1业绩同比快速增长主要因为春节期间推广力度加大，《少年三国志2》等精品游戏流水表现持续稳健。目前《少年三国志2》保持在2-2.5亿元月流水的水平，该款游戏买量投入支出较19Q4下降，从2月份开始步入盈利期。2020Q1公司的CFO为4.6亿元，yoy+576.2%，现金流与业绩同步提升表明公司财务状况较为良好。
- **2020年产品储备和排期正常：**《山海镜花》4月29日全平台公测，我们估计首月流水7000-8000万，峰值有望破亿。《少年三国志：零》有望在5、6月份上线。2020年下半年，《新盗墓笔记》、《星球大战》等产品将陆续上线，有望持续验证公司的精品研发能力。目前来看，公司2020年全年产品储备和排期正常，流水和业绩都将有一定支撑。

图32：游族网络收入、归母净利润及增速



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图33：CFO与归母净利润

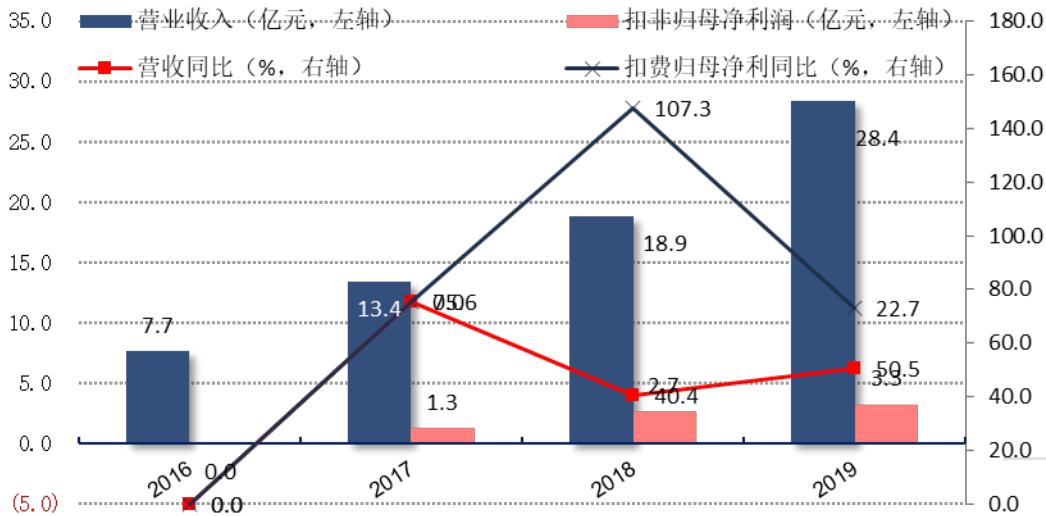


资料来源：Wind，信达证券研发中心

标的梳理④心动公司：独占游戏引流，平台正待起航

- **用户获取：**公司以往通过头部独占游戏《仙境传说M》《香肠派对》《不休的乌拉拉》给TapTap导入大量玩家。相比其他渠道，0抽成优势显著，据我们估算，相比其他渠道，研发商在TapTap发行可获得5倍以上毛利率。利润优势叠加大数据支撑增强对研发商吸引力，目前平台MAU近1800万。
- **用户留存：**我们将TapTap游戏的玩家评论数/游戏下载次数比值和其他平台进行对比，TapTap均值为1.25%，4399为0.32%，应用宝约等于0%。用户参与度远高于可比平台。此外平台DAU/MAU、活跃渗透率等指标自2017年以来也产生了明显的增长。
- **流量变现：**广告+自有产品导量成为平台变现手段。平台直接变现手段为信息服务业务收入，主要来源于广告和付费游戏分发收入。2019年信息服务业务收入，同比增长。其中广告业务目前只有一个广告位，考虑到用户体验，我们判断增长主要依赖CPA单价增长和MAU增长。付费游戏公司抽取5%分发收入，我们判断2020H2《人类跌落梦境》等头部产品上线驱动增长。
- **网络游戏：**2019年网络游戏收入23.2亿元，yoy+50.2%，主要系《仙境传说M》《不休的乌拉拉》《梦幻模拟战》的良好表现。未来储备，公司在港澳台代理的《明日方舟》将于2020Q2或Q3上线，该产品在大陆以及日韩表现都十分优异，预计上线后能带来新增长点。此外，沙盒游戏《创想世界》、与完美世界共同研发的ARPG游戏《火炬之光：无限》及一款全新的MMORPG游戏将在2020H2进入beta测试，我们判断手游将持续高增长。

图32：心动公司营收及扣非归母净利润



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图32：TAPTAP平均MAU（万）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

建议关注

- **顺网科技**：20Q1受疫情影响，传统线下网吧业务受到一定影响。公司基于网吧场景加码ToB/ToC的云游戏业务将成为未来打开增长空间的关键点。1)ToB端：面向网吧市场的数据上云产品“顺网云”、算力上云“云电脑”以及“云网咖”借助网吧存量设备闲置算力，降本增效优势明显；2) ToC端：“顺网云玩”将成为未来ToC场景下的战略核心，标志着C端云游戏平台已实现全场景覆盖。
- **凯撒文化**：老游戏《三国志2017》、《圣斗士星矢：重生》运营稳健，新游《龙珠觉醒》、《猎人X猎人》表现较好，前者上线首日登顶免费榜，后者在腾讯平台上线首月总流水破亿元。目前在研《妖精的尾巴》、《火影忍者》、《幽游白书》、《从前有座灵剑山》、《新三国荣耀》、《航海王》、《银之守墓人：对决》等多款精品游戏，预计未来2年内陆续上线，将给公司带来持续的收入。
- **掌趣科技**：20Q1业绩低于预期，预计下半年进入新一轮产品周期。2019年研发投入占营收达25%为A股游戏公司最高。自研手游《一拳超人：最强之男》自19年6月19日上线以来至今年4月底流水9亿+。以刘惠城（天马时空创始人）为核心的游戏研发团队延伸游戏发行与多品类研发业务，有望与股东腾讯有更深入业务合作，我们预计公司20-21年将有2-3款新游戏与腾讯合作。6月1日公司公告拟以自有资金1-2亿集中竞价回购公司股份，彰显公司管理层信心。

目录

- 一、游戏：行业的机会在哪里？
- 二、直播电商：天时地利人和
- 三、视频平台：会员提价一触即发，控制成本之路仍在继续
- 四、数字阅读：免费阅读兴起，IP运营拓宽营收空间
- 五、内容制作：现金流转好，制作能力为核心竞争力
- 六、关注线下复苏
 - 1、院线：复苏有望，关注影院复工及票房情况
 - 2、传统出版：线上化趋势持续，长线畅销书优势明显

从电商导购平台到短视频直播带货，离货源越来越近

- 直播电商的演变史本质：让消费者离货源越来越近，提升ROI；
- 相比于传统电商，直播电商具有超高转化率。传统电商店铺产品转化率在3%-5%左右，而在电商直播中，产品转化率则能达到20%，热门产品转化率甚至能达到100%。艾媒数据显示，2019H1，直播电商的转化率在各线城市均超过36%，其中三四线城市及县城最高，达到46.1%。
- 直播电商GMV占大盘渗透率越来越高。疫情催化下，2020年传统行业加速入局，预计中性假设下2020年直播电商的GMV有望达到6052亿，占网上零售额的比重提至4.5%。

图：直播电商演变史



图：直播电商GMV测算

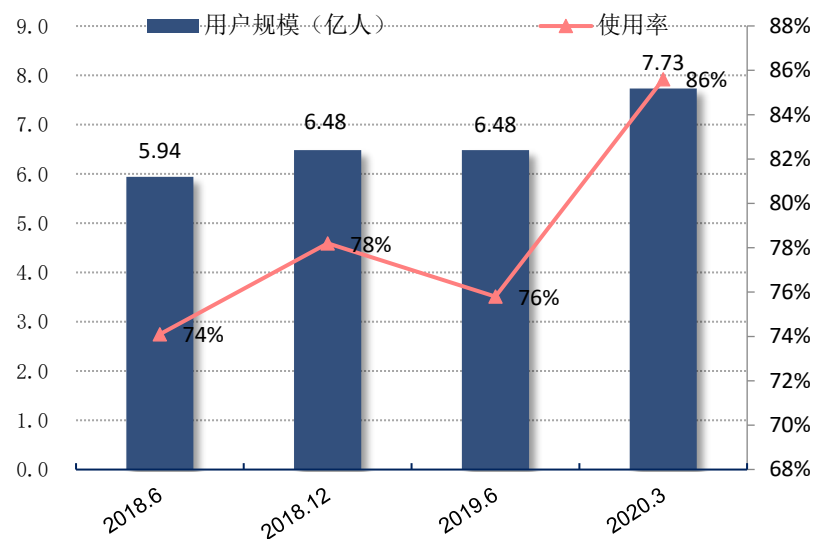
	2017	2018	2019	2020E		
				悲观	中观	乐观
网上零售额（亿）	71751	85656	106324	116956	134500	161400
YOY（%）	39.17%	19.38%	24.13%	10%	15%	20%
直播电商GMV占比	0.43%	2.12%	3.67%	4%	4.5%	5%
直播电商GMV（亿）	310	1820	3900	4678	6052	8070

资料来源：电子商务研究中心，前瞻产业研究院，国家统计局，信达证券研发中心

天时：短视频平台的崛起增加曝光度（1）

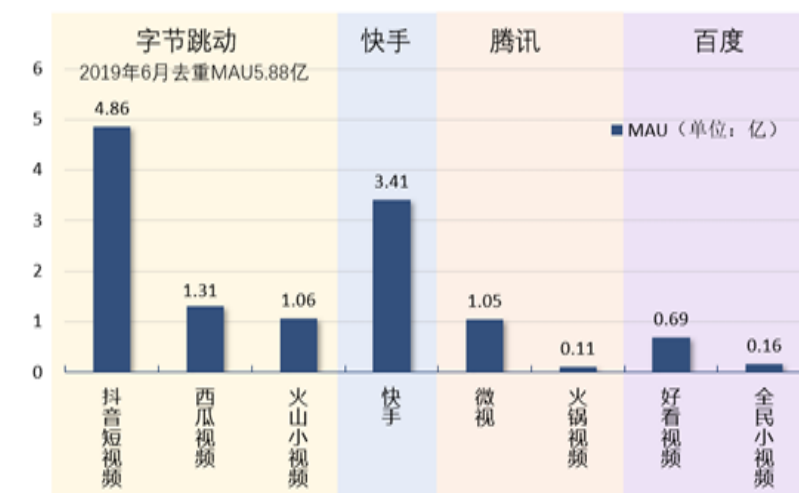
- 近年来，短视频用户规模快速增长，内容发展更加良性，行业逐渐进入到健康发展的新阶段。2020年3月，短视频用户规模达到7.73亿，使用率达到85.6%。以抖音和快手为例，二者吸引了大量用户与内容生产者，截至2019年6月，两者的月活跃用户数分别达到4.86亿和3.41亿。
- 疫情下短视频行业用户时长红利显现。短视频使用时长占比不断增加，受疫情影响，2020Q1占比21.1%，逼近位列第一的即时通讯。其中，在2020年3月，短视频行业人均单日APP使用时长为1.5小时，与去年同期相比增加1小时。

图：2018.6-2020.3短视频用户规模及使用率



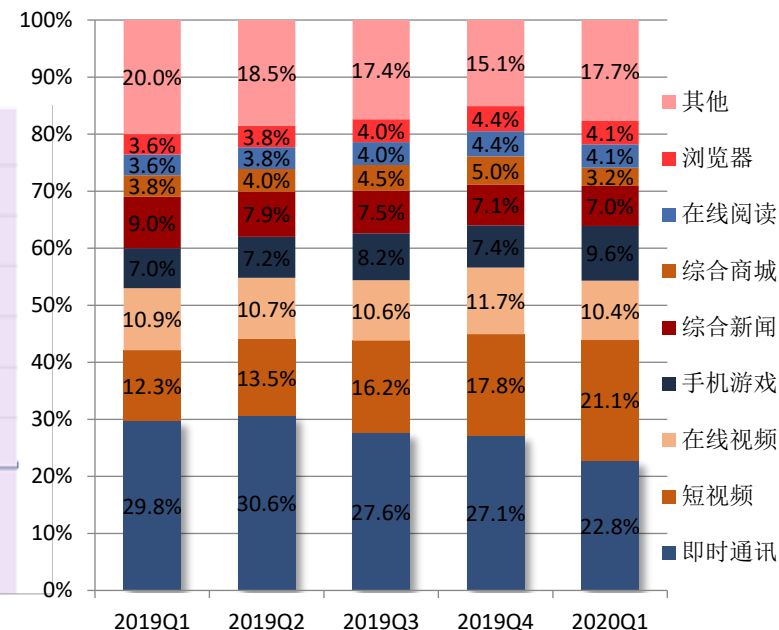
资料来源：CNNIC

图：2019.6短视频行业典型APP月活跃用户数



资料来源：Quest Mobile

图：移动网民人均APP每日使用时长top8类型

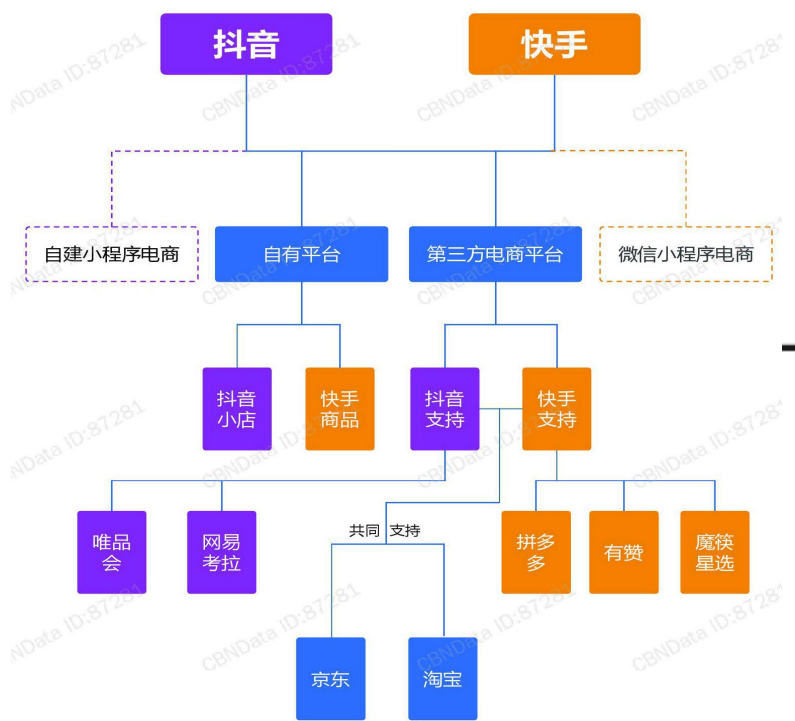


资料来源：极光数据

天时：短视频平台的崛起增加曝光度（2）

- 2017年，抖音率先开始了自己的电商布局，2018年3月正式上线购物车，支持KOL自主开通并链接至淘宝。2018年6月快手随抖音上线快手小店。
- 总体看，抖音快手运营短视频电商的基本路径都是从外链到内链，当过渡完成即推出自我平台。接着与更多的平台打通连接，使平台可满足更多KOL带货需求。快速部署后，以抖音为例，从《抖音购物车双十二剁手战报》到2018年双十一，2个月内抖音新增10000账号开通抖音购物车，其中带货能力最强的TOP50账号购物车视频播放量超过300亿，带货效果非凡。

图：快手、抖音电商发展路径



图：快手、抖音布局直播带货进程

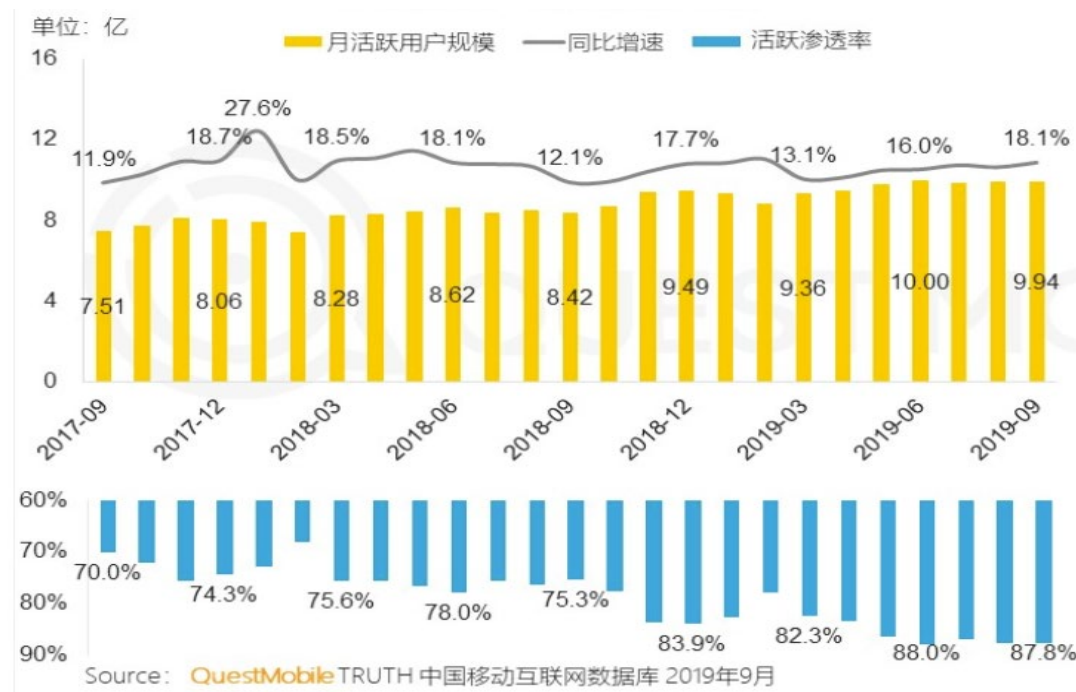


资料来源：卡思数据&火星文化，信达证券研发中心

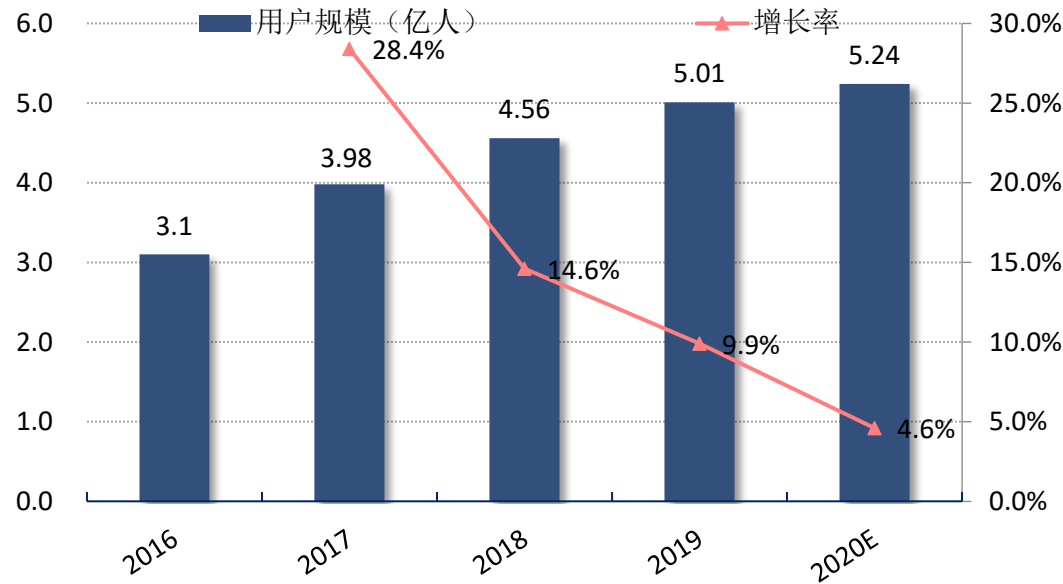
地利：中国特有的电商环境和巨大市场（1）

- 2019年我国网购月活跃用户突破10亿大关，依然保持高速增长，活跃渗透率接近90%，存量竞争的电商市场角逐愈发激烈。
- 据艾媒咨询，2020年中国在线直播用户规模将达到5.24亿人，涵盖了游戏直播、秀场直播、生活类直播、电商直播等多种类型。观看直播已经逐渐成为人们的上网习惯之一，庞大的直播用户体量为直播电商行业进行商业变现提供了广阔空间。

图：我国移动购物行业月活跃用户规模（亿人）



图：2016-2020中国在线直播用户规模及预测（亿人）

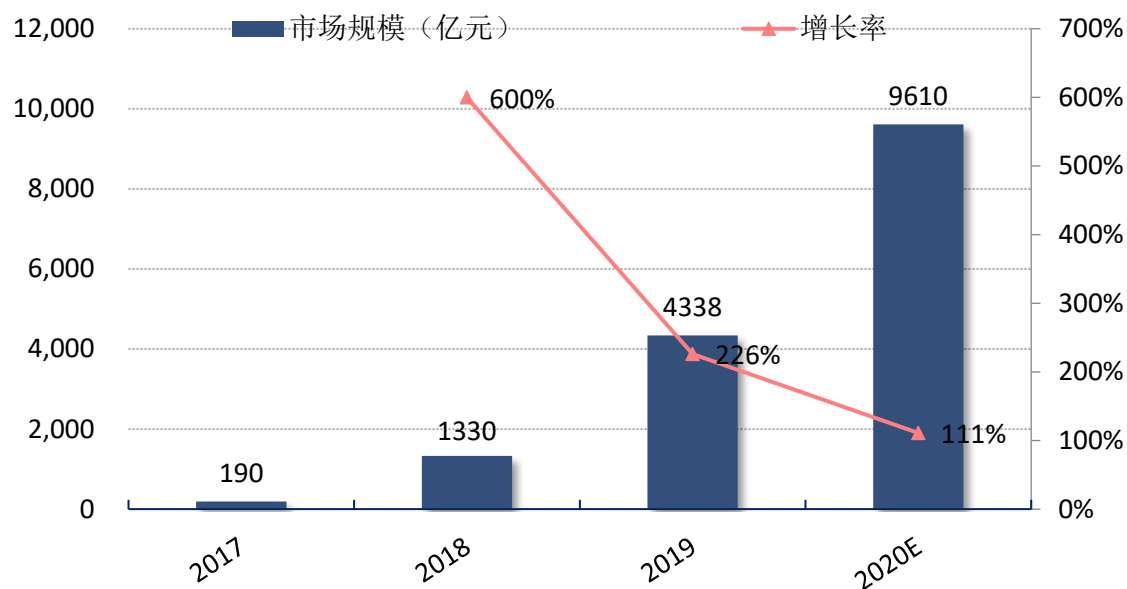


资料来源：艾媒数据，信达证券研发中心

地利：中国特有的电商环境和巨大市场（2）

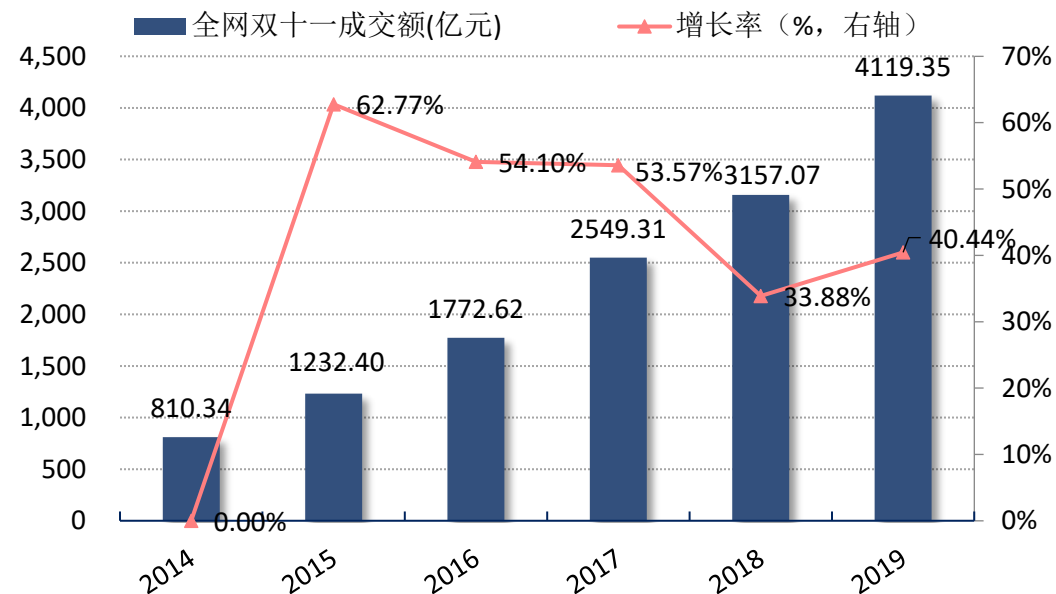
- 数据显示，2019年，中国直播电商行业的市场规模达到4338亿元，预计**2020年规模将翻番，达到9610亿元**。以直播为代表的KOL带货模式能创造生动、直观的购物体验，转化率高，营销效果好，逐渐成为电商平台的新增长动力。
- 近年来，我国电商双十一成交额飞速增长，不断创下新高，2019年，全网双十一成交额达到4119.35亿元，同比增长40.44%。

图：2017-2020年中国直播电商市场规模预测



资料来源：艾媒数据，信达证券研发中心

图：2014-2019年电商双十一成交额（亿元）及增速



资料来源：Wind，信达证券研发中心

人和：薇娅、李佳琦现象级直播推波助澜

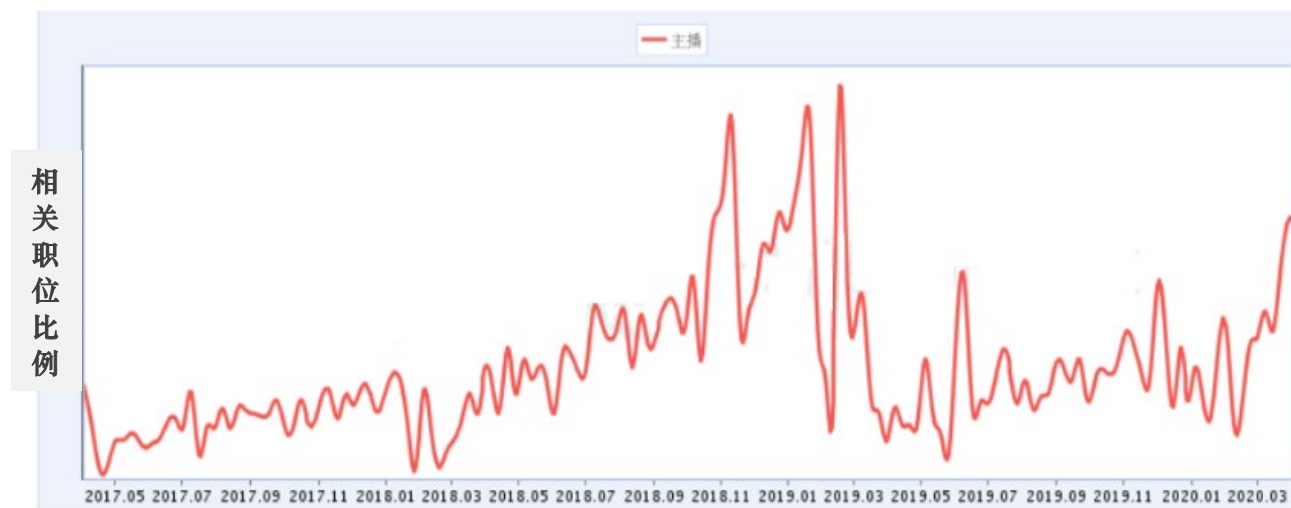
- 薇娅以及李佳琦，作为淘宝的两大核心IP,分别为国内直播带货的一姐及一哥。在2020年3月，薇娅实现直播带货18亿元、李佳琦实现16.2亿元；当月李佳琦整体观看人次超4.2亿，3月5日单日观看人次达到5200万，领先行业优势明显。
- 随着电商直播的火热，专业主播数量不断增加，明星、名人、虚拟主播等也不断参与。2019年，淘宝每月带货规模超过100万的直播间超过400个。
- 2018年Q4至2019年Q1，中国主播岗位需求激增，曾出现3次峰值；2019年6-7月开始，主播市场需求呈现波动上升趋势，到2020年3月，主播市场需求持续上升，未到达峰值点。

图：李佳琦、薇娅等头部主播带来现象级狂热



资料来源：wind，信达证券研发中心

图：2017.4-2020.4中国主播招聘需求曲线



注：曲线越向上说明市场需求量越大，就业情况越好；反之，代表该类职位需求量较小。
资料来源：艾媒咨询，信达证券研发中心

目前直播电商的参与者：①头部流量平台

- 当前直播电商的参与者已不仅仅止于电商平台，头部流量平台、MCN机构、KOL红人纷纷入局。
- 在流量追求变现的时代，抖音、快手作为短视频行业头部平台，微信作为腾讯旗下热门的通讯软件，国内用户均超过十亿量级。从2018年开始，抖音、快手和微信纷纷措施布局电商直播。

图：各大相关平台直播布局情况



资料来源：微博易，信达证券研发中心

图：头部流量平台直播布局

流量平台	直播布局
抖音	2018.3 推出购物车功能，开启直播带货，2018.12 正式开放购物车功能，2019.1推出精选好物，接入放心购商城，2019.4与京东、考拉、唯品会等打通，2019.5抖音上线商品搜索功能。
快手	2018.6 推出快手小店，与淘宝、有赞、魔筷合作，2018.3 推出购物车功能，开启直播带货，2018.12 正式开放购物车功能
微信	推出视频号和小程序直播插件，帮助微信平台上的商家获取用户，完成GMV。具备调动微信资源的优势。目标：2020年助力微信平台10万商家获取用户和变现，并扶持超过1000家商家通过直播电商模式突破1000万的年成交额。

资料来源：公开资料整理，信达证券研发中心

目前直播电商的参与者：②电商平台

- 随着直播电商带货能力的凸显，淘宝、京东、拼多多等各大电商平台纷纷部署直播布局。
- **淘宝**：经历长期积累，淘宝直播领先行业优势明显，以李佳琦和薇娅为代表的红人主播表现亮眼。2019年，双11全天淘宝直播带动成交近200亿元，其中，亿元直播间超过10个，千万元直播间超过100个。
- **京东**：拥有基因庞大的用户基础和京东电商全品类的电商优势，京东倾向于推出爆款商家和主播联合的方式，同时将联合更多经纪公司，探索“艺人+电商+综艺”的新玩法，通过“表演+带货”形式，打破内容和电商之间的壁垒。
- **拼多多**：推出“多多直播”布局直播带货，开启无门槛入驻和流量扶持。

图：各大电商平台直播布局

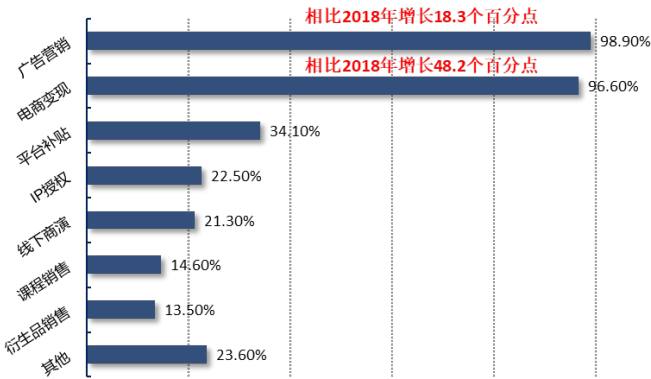
电商平台	直播布局
淘宝	2016.5 淘宝直播平台上线；2019.1淘宝直播独立APP上线，2019.1启动“村播计划”；2019.7推出“启明星计划”。根据直播眼数据，截至2020.2.26，淘宝主播直播开播数量超过3.4万，UV超过1个亿。
京东	2016.9 京东直播上线；2018.11 京东购物圈小程序上线；2019.7投入10亿推动“红人孵化计划”。
拼多多	继淘宝直播、京东之后，2020年1月19日，拼多多推出“多多直播”布局直播带货。拼多多开启无门槛入驻和流量扶持，有望加速直播行业快速发展。
苏宁易购	以云店为基础，用“店播”的形式切入下半场，采用“多场景、全链路联动”模式，致力于让消费者在“新电商+新媒体”高度结合体环境中畅享“云购物”的便利。

资料来源：公开资料整理，信达证券研发中心

目前直播电商的参与者：③MCN+主播

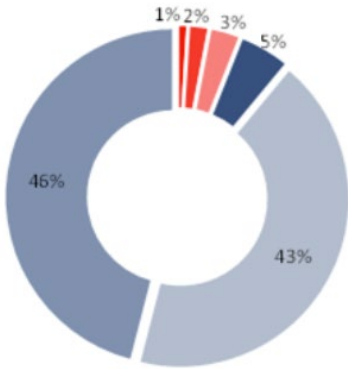
- 克劳锐调研显示，2019年MCN机构通过电商变现的比例为96.6%，同比增加48.2PCT，增幅显著高于其他变现方式，2020年MCN重点布局的营收方式为电商变现、广告营销，分别占比为46%、43%，电商变现首次超过广告营销。
- 与传统的“人找货”不同，直播电商行业售卖逻辑为“货找人”，以内容为介质，以红人为载体，商品通过红人主播生产的内容触达用户。比起传统电商，内容电商则是基于人的需求，以人为核心，通过人格化的认同和信任促成商品销售。

图：2019年MCN机构营收方式分布



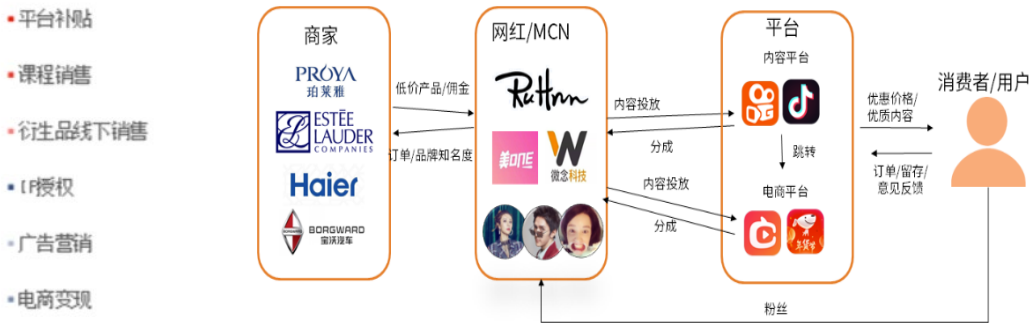
资料来源：克劳锐，信达证券研发中心

图：2020年MCN机构重点布局营收方式对比



资料来源：克劳锐，信达证券研发中心

图：中国直播电商行业主要环节展示

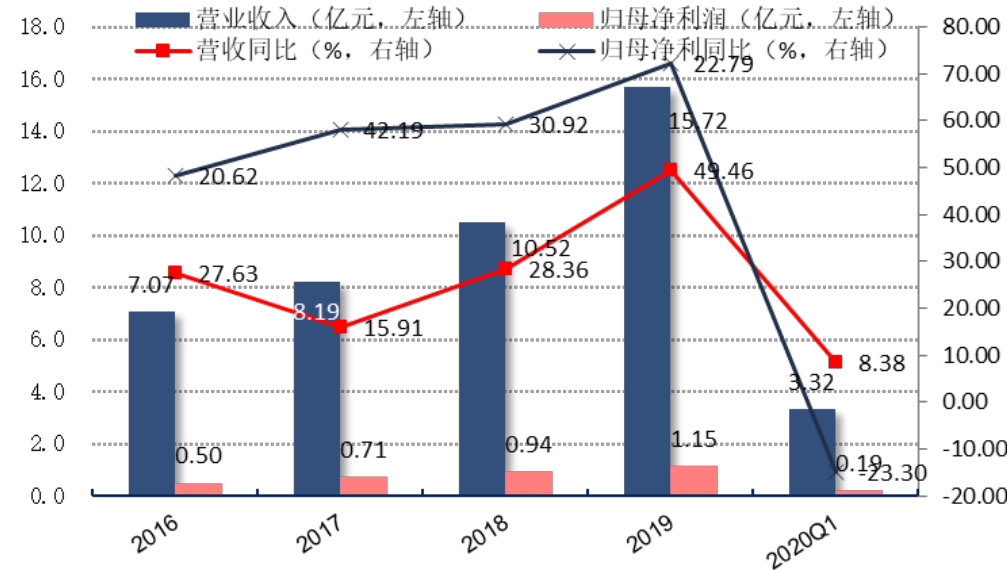


资料来源：艾媒咨询，信达证券研发中心

标的梳理①元隆雅图：促销品龙头，收购谦玛网络切入新媒体营销

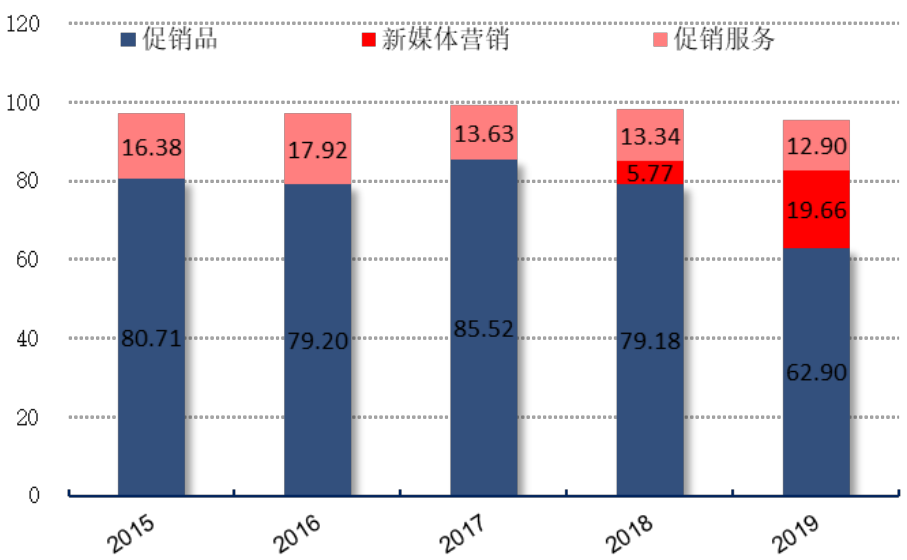
- 礼赠品和促销服务具有抗周期属性，公司作为促销品龙头有望实现持续稳步发展。公司积累诸多高端客户如宝洁、惠氏、百威等世界500强公司。一方面，它们对供应商资格认证要求严格，供应商数量少，公司面临的竞争压力小，另一方面，这类客户业务规模大、企业信誉好，公司的订单增长空间大、财务风险低。此外，高端客户品牌效应显著，有利于公司开拓新的潜在客户。2019年，公司前5大客户总采购额达到7.9亿元，占公司总销售额50%，优质客户资源和客户粘性的确立对行业内企业竞争对手形成较高的进入壁垒。公司获得2022年北京冬奥会特许纪念品生产商和零售商资质，2020年冬奥会渐入高潮，特许业务有望释放业绩。
- 收购谦玛网络，发挥协同效应的同时参与MCN赛道的高增长。公司2018年11月完成收购谦玛网络，切入以私域流量营销为主的新媒体营销业务。谦玛网络最早从新浪微博红人运营做起，拥有丰富的达人运营经验，未来有望借助三大研发平台孵化自有私域流量，打造独家资源优势，在已有达人广告变现基础上探索达人带货的变现模式。目前，公司已支付谦玛网络1.7亿元收购款项，谦玛网络2019年实现扣非净利润4313.4万元，超过业绩承诺。

图32：元隆雅图收入、归母净利润及增速



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图32：主营业务收入构成 (%)

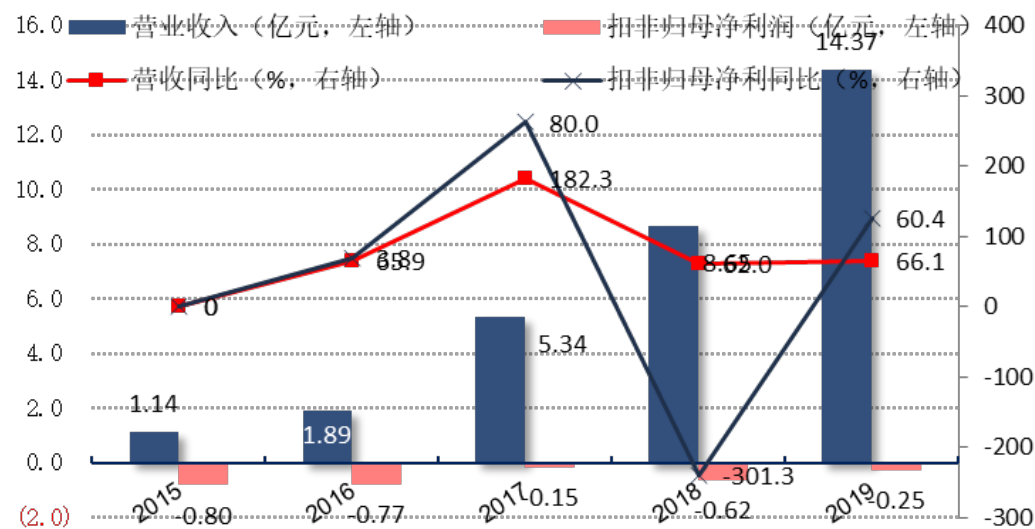


资料来源：Wind，信达证券研发中心

标的梳理②微盟集团：SaaS商业环境改善，传统零售上云新蓝海

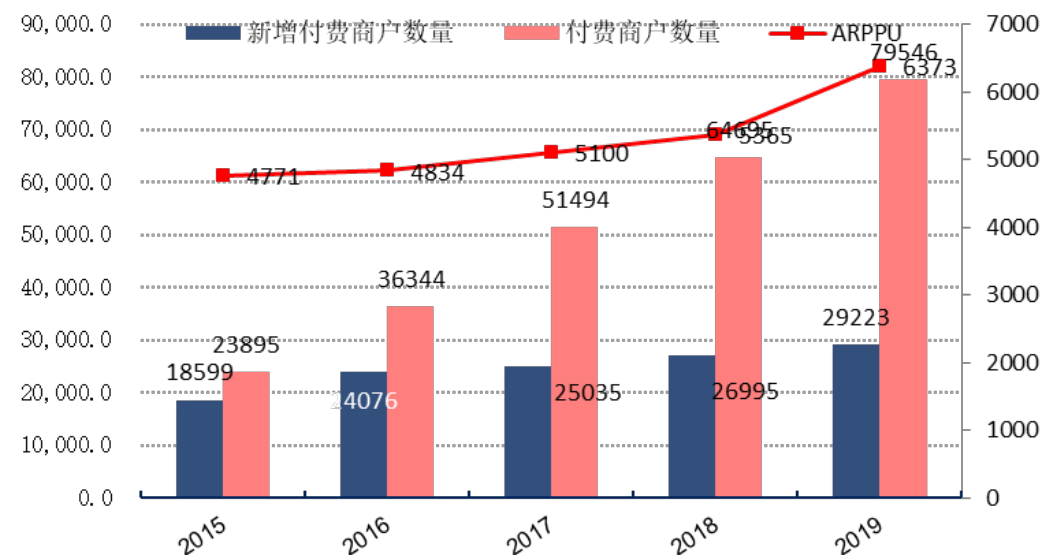
- **SaaS业务：提供多种线下商户解决方案，拓客能力强大。**公司SaaS收入快速增长，2019年收入增长46.1%，多个经营数据有显著增长，单用户付费同比增长18.8%；具体产品为在社交电商板块推出微商城产品，针对线下客户推出智慧零售、智慧餐饮、智慧酒店等多个垂直行业解决方案，公司SaaS产品呈现如下显著特点：1、产品重视客户的营销获客能力；2、公司拓客能力强大，拥有本地化的直营销销售团队和渠道商；3、公司发力品牌商客户，大客户生命周期和单用户付费较高，提高LTV/CAC比值，降低客户流失率；4、微盟云PaaS建设提高了公司在标准产品之外定制功能的能力，客户使用深度逐渐提升，有利于降低流失率。
- **精准营销业务：增加销售收入，完善营销服务。**交精准营销业务2019年逆势同比增长79.5%，验证了两项业务的协同能力，一方面SaaS产品提供广告主渠道，另一方面SaaS深入商家业务底层，掌握核心经营数据能力，能制定更精准的投放策略，从该意义上讲精准营销逐渐从单个业务变成SaaS的增值服务，提高客户生命周期价值。公司蝉联多年腾讯广告中小企业及区域最佳服务商，同时积极拓展其他流量平台，有望持续提高收入。

图32：微盟集团收入、归母净利润及增速



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图32：SaaS业务主要经营数据



资料来源：Wind，信达证券研发中心

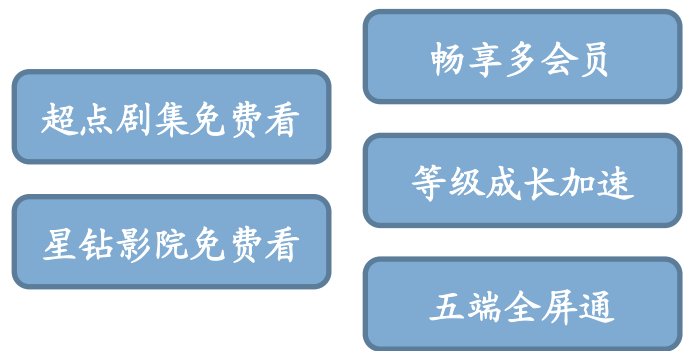
目录

- 一、游戏：行业的机会在哪里？
- 二、直播电商：天时地利人和
- 三、视频平台：会员提价一触即发，控制成本之路仍在继续
- 四、数字阅读：免费阅读兴起，IP运营拓宽营收空间
- 五、内容制作：现金流转好，制作能力为核心竞争力
- 六、关注线下复苏
 - 1、院线：复苏有望，关注影院复工及票房情况
 - 2、传统出版：线上化趋势持续，长线畅销书优势明显

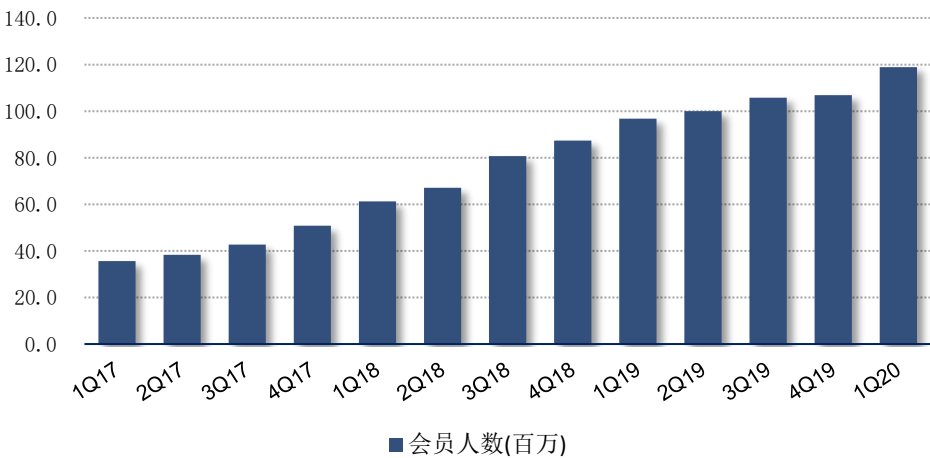
在线视频：会员提价一触即发，控制成本之路仍在继续

- 受广告低迷影响，会员对收入的贡献程度增加。受益于疫情宅经济影响，视频平台流量增长明显，二季度随着复工复产的推进，流量已恢复到正常水平。2020Q1爱奇艺、腾讯视频会员数量增速均有提升，会员对收入的贡献程度增加。
- 会员提价一触即发，会员ARPU值有望提高。1、会员折扣有望下降，2020Q1爱奇艺季度会员ARPU达到41元（使用平均会员数量计算），为历史最高，主要由于折扣率下降。2、会员将纳入更多权益，进而提高定价，近期爱奇艺推出“星钻”VIP取代钻石VIP，将超前点播等权益纳入的同时，价格也从25元/月提高到了40元/月连续包月。其他视频平台有望跟进。
- 内容仍是视频平台竞争力的关键，生态的作用将越来越重要。内容是吸引用户付费最关键的考量因素，同时将超前点播纳入会员的方式意味着单片付费模式将持续存在，另外生态的重要性将增加，采用加权益提价的方式不仅比拼内容能力，还有视频平台的生态能力，用户会从中选择整体最优的方案。

图表：爱奇艺星钻会员权益



图表：爱奇艺单季ARPU



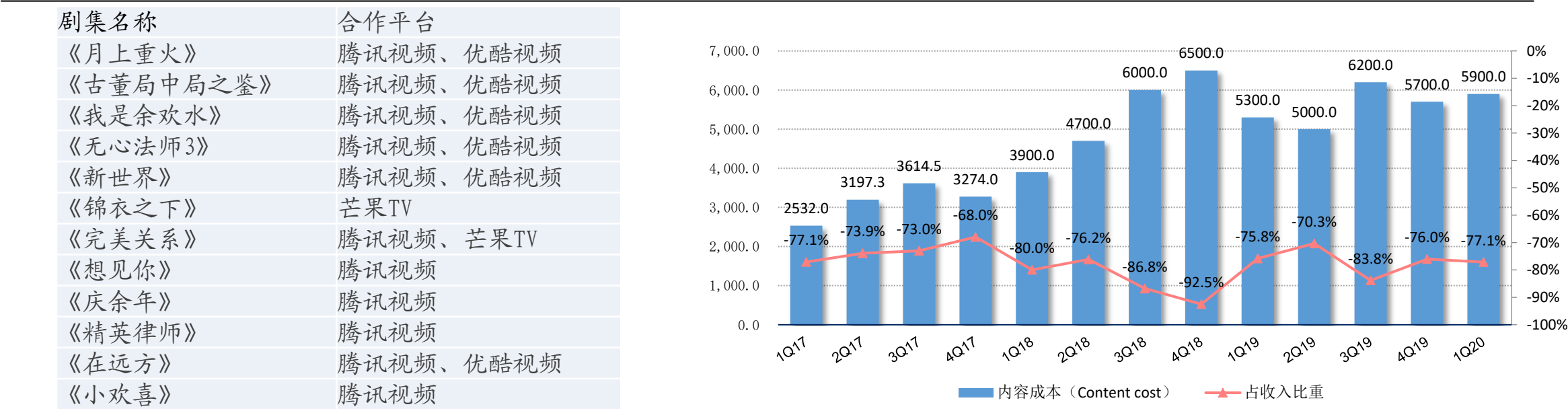
资料来源：爱奇艺官网，公司公告，信达证券研发中心

在线视频：会员提价一触即发，控制成本之路仍在继续

- 平台投入将越来越重视ROI，联播剧集占比上升。视频平台独播内容已基本来自于自制节目和定制剧集，采购的版权剧集联播占比上升，另外基于对内容成本的考量或者剧集不符合平台排播战略，视频平台也会主动将剧集分发出去。
- 对产业链控制力增加，定制剧将降低平台单位采购成本。1、定制剧集由平台掌握剧本、演员等主要变量，有利于增加对内容的控制力度。2、定制剧集下由平台承担剧集风险，相应的采购成本较低。
- 剧集成本有进一步压低趋势，视频平台是最终受益者。电视剧协会倡议剧集成本压制在400万以下，目前大剧成本基本在该限额之上，该轮限价除了降低演员价格之外，其他参与人员如导演、编剧等成本也将降低。剧集成本的下降最显著的受益者为终端播放平台，平台单位采购成本有望下降。

图表：头部大剧联播情况

图表：爱奇艺各季度内容成本（百万元，%）

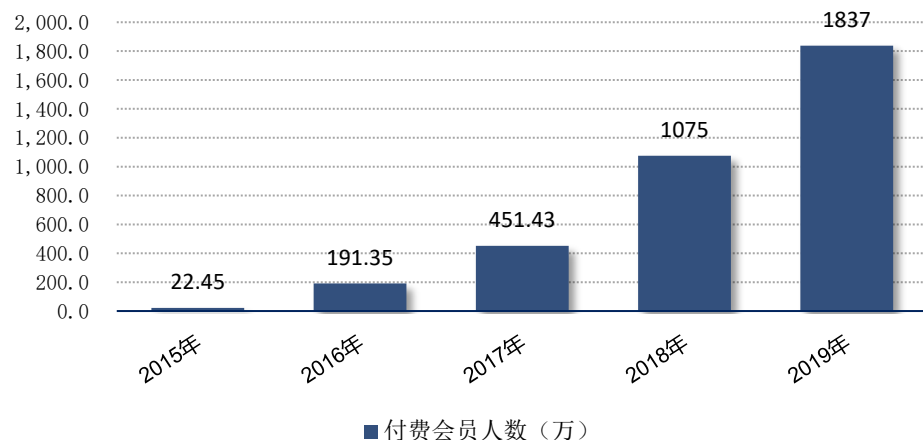


资料来源：骨朵数据，爱奇艺公司公告，信达证券研发中心

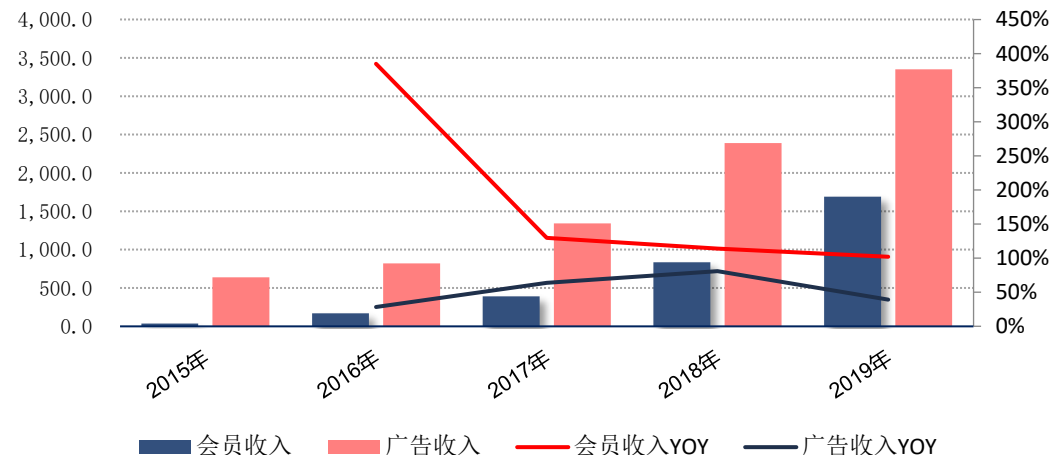
芒果超媒：内容团队能力优秀，追求内容的高ROI变现

- 拥有头部综艺制作能力，内容团队能力优秀。公司出品了《明星大侦探》《我家那闺女》《中餐厅》等现象级综艺，最近《乘风破浪的姐姐》未播先热，内容制作能力再次得到验证。
- 内容品类逐渐完善，平台有望逐渐实现破圈。芒果TV上线了《秋蝉》《天醒之路》《韞色过浓》《长安少年行》《山寨小萌主》等多年龄段多受众的剧集，2020年开始发力剧集业务，为平台用户增长做准备。另外公司大芒计划完善UGC内容布局，不断完善内容品类。2019年末平台会员人数为1837万人，同比增长70.88%。
- 广告业务逆势增长，综艺招商一枝独秀。2019年广告收入同比提高39%，已经看到了公司在强大内容与策划加持下广告的强劲程度，预计2020H1公司广告收入仍能持续增长。
- 布局电商直播带货，有望打开新的营收空间。疫情之后的首个电商节618大促受到商家的广泛重视，公司将深度参与618电商节，5月31日湖南卫视在淘宝直播平台举行6.1晚会特别直播，直播画面将同步到湖南卫视的六一晚会上，实现大小屏联动，总计观看人数达到1811.35万，直播间共出现商品共21个。芒果超媒有望跟进开拓新的营销方式，提高内容的变现效率。

图表：芒果超媒会员数量



图表：芒果超媒会员与广告收入（百万元，%）

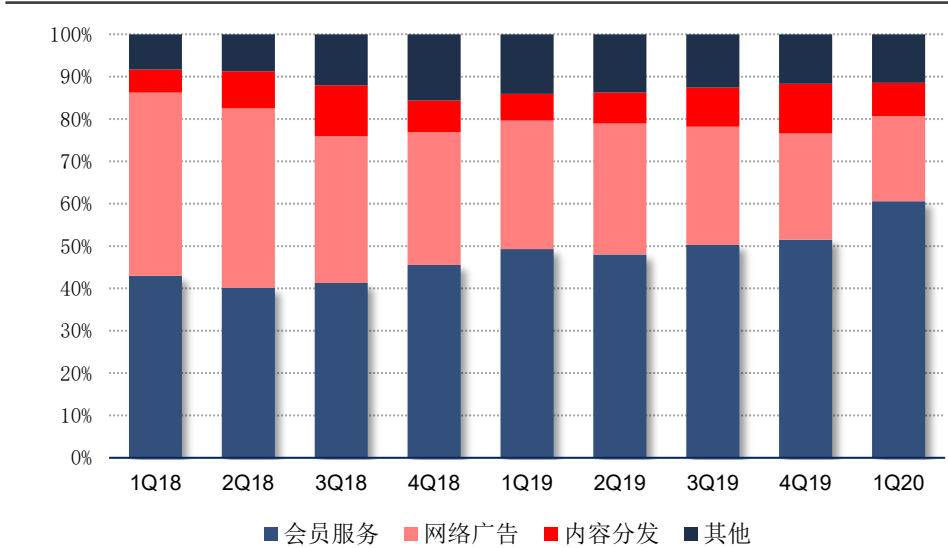


资料来源：芒果超媒公司公告，信达证券研发中心

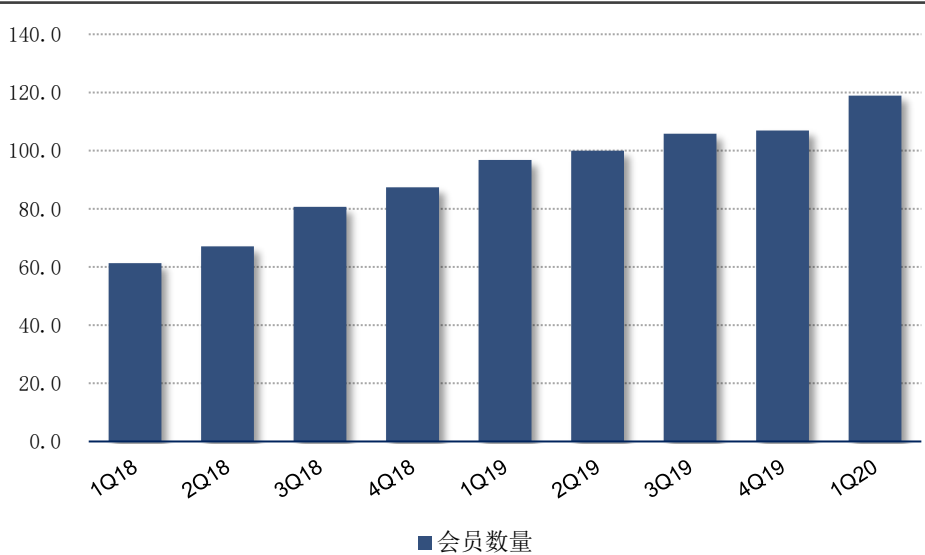
爱奇艺：会员增速明显，关注后续会员提价进度

- 会员收入占比再提升，超前点播策略成功。2020Q1会员收入为46.34亿元，同比增加34.5%，环比增加20%，占比提升至60.6%，主要由于疫情宅经济兴起，线上流量爆发性增长，2020Q1公司上线了《锦衣之下》《想见你》《爱情公寓5》等头部内容。另外超前付费点播策略的成功和折扣率降低带动了ARPU的提高，2020Q1季均ARPU为41元，达到历史最高，主要由于需求端的显著增长。
- 公司内容成本有望降低。1、电视剧协会倡议剧集单集成本低于400万以下，采购成本有望被进一步降低，2、视频平台对产业链的控制权在增加，定制剧集能降低成本，提高对内容的掌控程度。

图表：爱奇艺各业务收入占比



图表：爱奇艺会员数量



资料来源：爱奇艺公司公告，信达证券研发中心

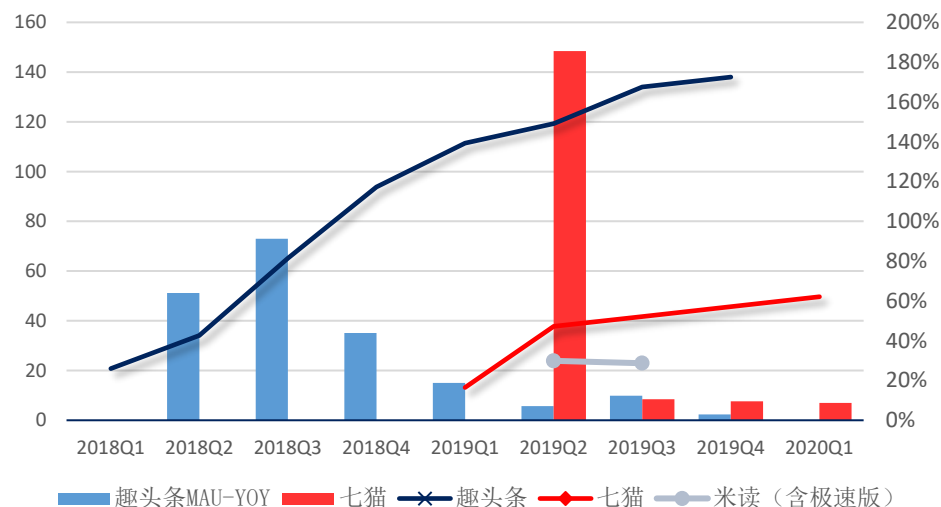
目录

- 一、游戏：行业的机会在哪里？
- 二、直播电商：天时地利人和
- 三、视频平台：会员提价一触即发，控制成本之路仍在继续
- 四、数字阅读：免费阅读兴起，IP运营拓宽营收空间
- 五、内容制作：现金流转好，制作能力为核心竞争力
- 六、关注线下复苏
 - 1、院线：复苏有望，关注影院复工及票房情况
 - 2、传统出版：线上化趋势持续，长线畅销书优势明显

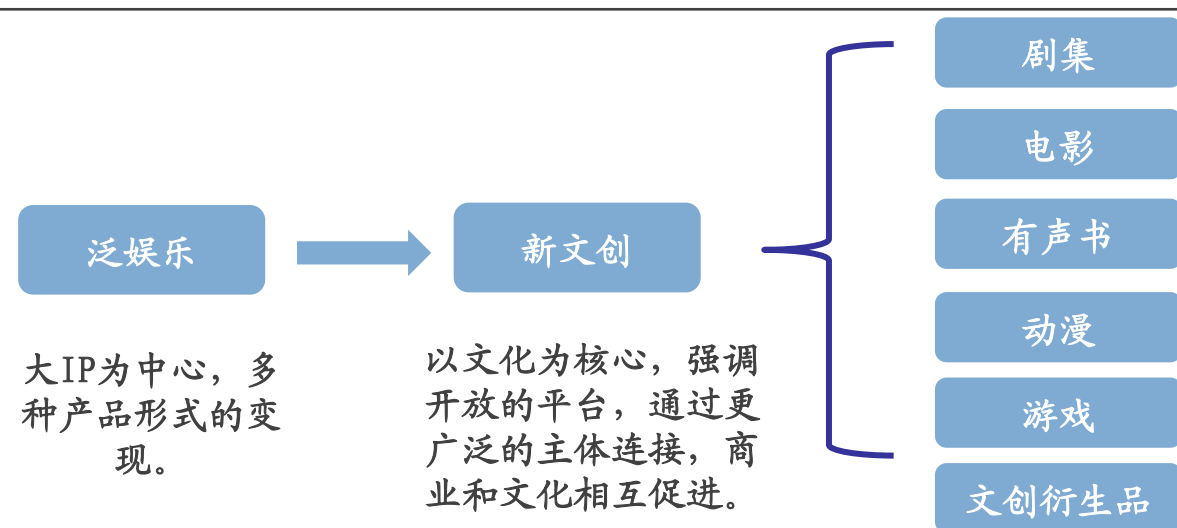
数字阅读：免费阅读兴起，IP运营拓宽营收空间

- 免费阅读MAU增长迅速，网文市场再起波澜。从2018年开始免费阅读市场流量增长迅速，先后有字节跳动、百度、腾讯等巨头入局，截至2020Q1百度旗下免费阅读APP七猫的MAU已达4946亿元，趣头条米读APPMU也超2000万，阅文集团在2019年推出免费阅读APP飞读进入免费市场，2020年4月27日新管理层称将进一步促进免费和付费模式的共同发展。免费阅读模式有望增加网文市场用户体量，增加内容的用户触达率。
- 网文市场进入下半场，IP版权运营收入有望拓宽营收空间。网文改编作品持续增多，内容形式包括影视、游戏、动漫、漫画、广播剧等形式，随着新文创的兴起，IP运营的空间越来越大。改编模式向精细化发展，以影视改编为例，网文IP改编逐渐从粗放式的“流量明星+高人气IP”模式转向精细化的讲究质量、尊重原著内核的改编方式，《庆余年》《陈情令》的成功证明了网文IP改编的商业价值，IP供给方参与分成将扩展数字阅读行业业绩空间。

图表：免费阅读MAU



图表：新文创下数字阅读变现空间

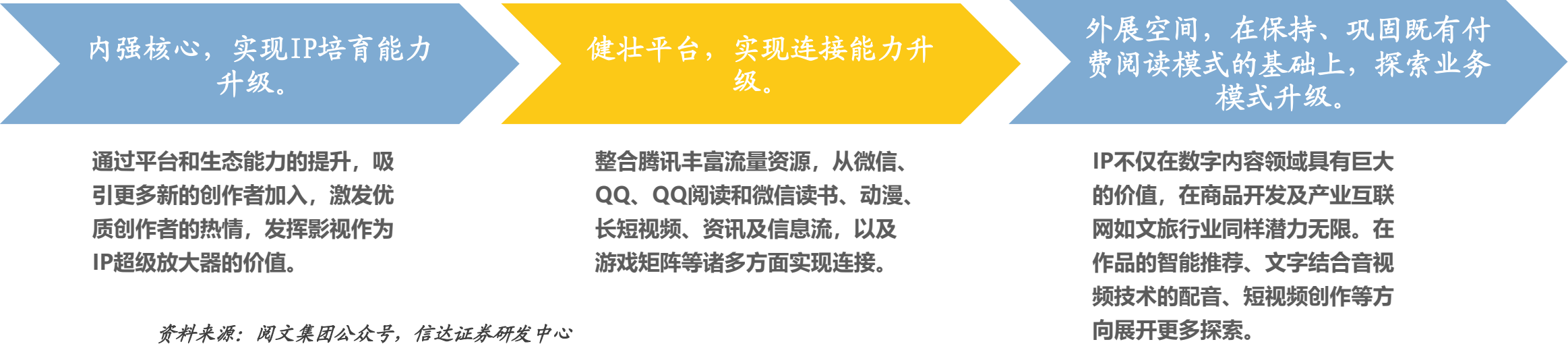


资料来源：Qusetmobile, 信达证券研发中心

阅文集团：内强核心，外展空间

- 拥有强大的作者团队和持续的内容制造能力。公司拥有810万名创作者，1220万部作品储备，触达数亿用户，创作者包括唐家三少、天蚕土豆等众多头部作者，作者资源丰富。
- 免费和付费阅读并进，平台MAU有望增加。新管理层希望通过商业模式的升级实现平台受众的增多，公司拥有强大的分发渠道，阅文分发渠道包括自有平台qq阅读、起点中文网等，腾讯渠道包括qq看点、qq浏览器、微信阅读等，有望覆盖更多读者群体，扩大网文影响力。
- 版权变现值得期待。管理层变更后有望增强和腾讯平台的资源对接，在游戏、影视方面实现共同创作，公司高流量的IP故事和腾讯强大的内容制作能力结合，有望再现多个《庆余年》《陈情令》式成功的内容作品，其次影视具有IP放大器的作用，改编作品的成功也对IP培育有持续的正向作用，最后公司有望实现内容的平台化，引入第三方制作机构实现IP的全链条改编。

图表：阅文集团新管理层战略

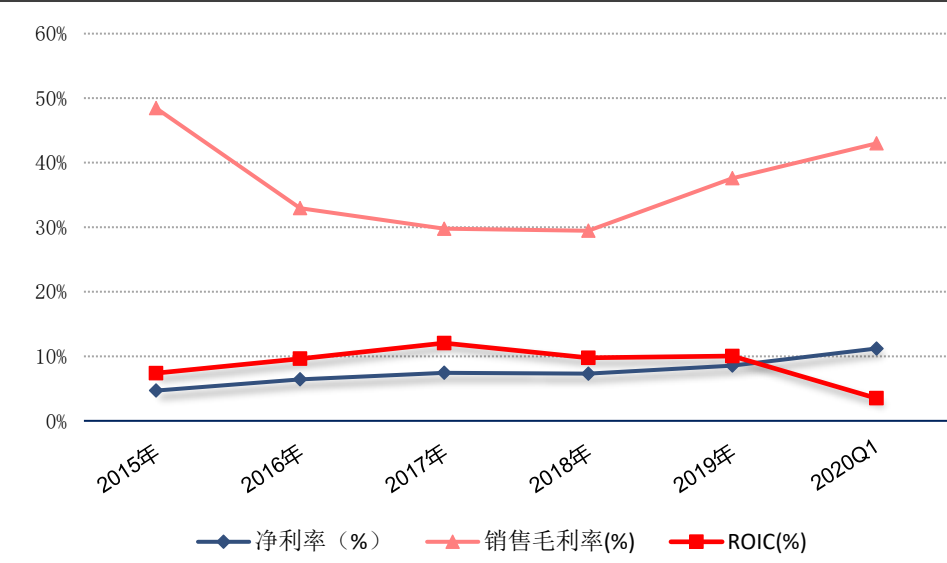
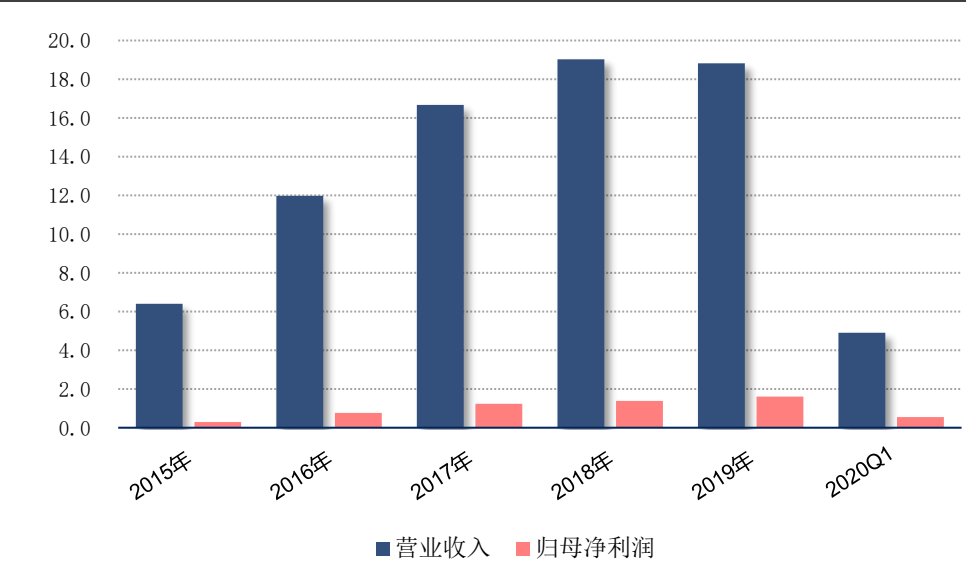


掌阅科技：渠道优势深厚，积极探索新业务新模式

- 数字阅读普及率提高，公司为头部数字阅读平台。疫情加速数字阅读普及，上游出版机构对数字出版的重视程度增加，公司为重要的电子书分发平台，有望受益于行业增长红利。2019年度平台平均用户数为1.4亿，数字阅读内容50多万册，与上千家出版公司、文学网站等建立了良好合作关系。
- 积极探索不同的商业模式，发力有声阅读，投资影视、新媒体阅读等业务，进一步培育精品阅读、阅读相关的K12等潜力业务。有声阅读引进了包括《显微镜下的大明》、《凯叔讲历史》等在内的海量优质有声内容。公司推出免费阅读产品“得间”APP，并进行了适度的商业化尝试，提高了公司的毛利率水平。
- 引入百度作为战略投资者，有望获取更多分发流量资源。引入百度后，公司有望通过百度小程序、信息流内容等触达更多用户。

图表：公司收入和利润情况

图表：公司毛利率水平



资料来源：掌阅科技公司公告，信达证券研发中心

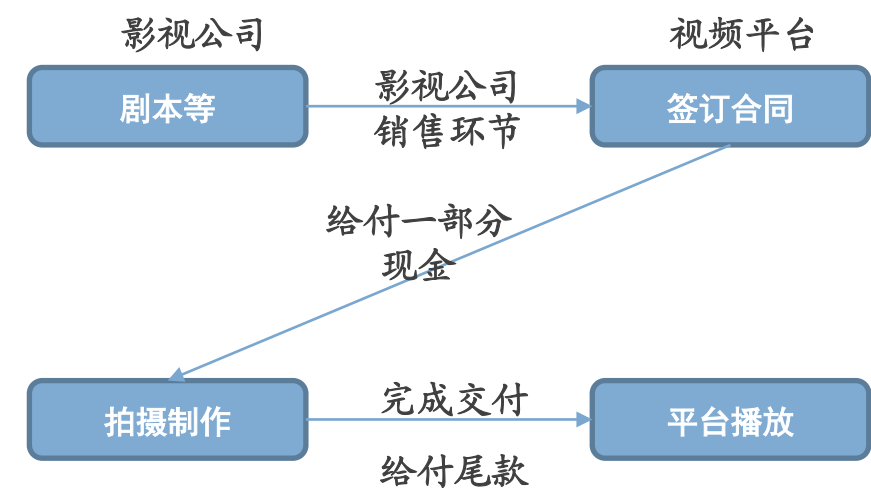
目录

- 一、游戏：行业的机会在哪里？
- 二、直播电商：天时地利人和
- 三、视频平台：会员提价一触即发，控制成本之路仍在继续
- 四、数字阅读：免费阅读兴起，IP运营拓宽营收空间
- **五、内容制作：现金流转好，制作能力为核心竞争力**
- 六、关注线下复苏
 - 1、院线：复苏有望，关注影院复工及票房情况
 - 2、传统出版：线上化趋势持续，长线畅销书优势明显

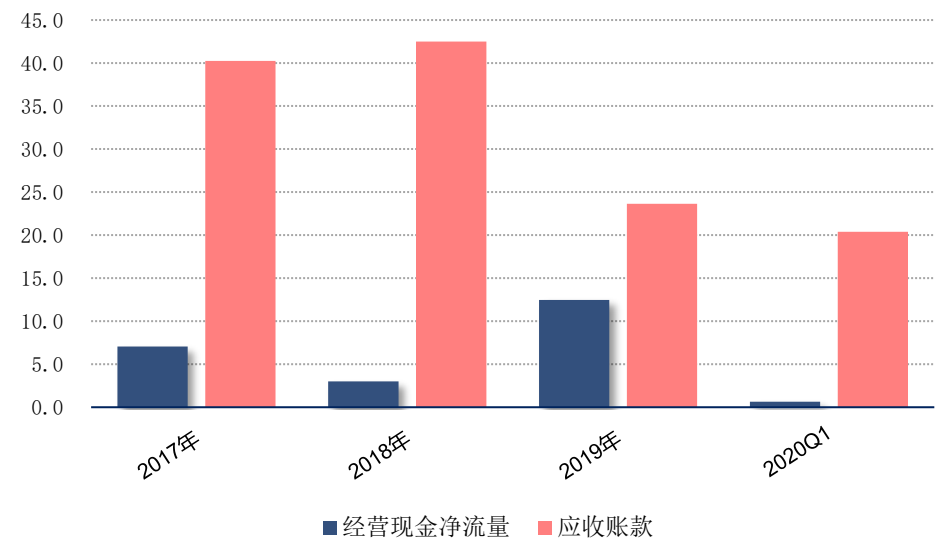
内容制作：现金流转好，制作能力为核心竞争力

- 定制剧占比增加，回款显著向好。目前视频平台向制作公司定制剧集的比例提高，定制模式与版权模式的区别为1、定制剧在剧本大纲阶段即把项目销售出去，版权剧销售成片；2、定制剧在未开拍时就能收到影视剧的预售款，杀青时能收到大部分的收入，实现现金流的前置；3、定制剧模式下影视公司和视频平台共担风险，相比版权剧影视制作公司的风险更低；4、版权分配方面，视频平台拥有更大的版权范围，影视公司可能不再具有二次播映权（具体需要看合同签订）5、低风险低收益，影视制作公司的项目毛利率可能降低，但是收益稳定型增加，坏账和回款期显著下降。
- 定制剧的订单模式利好拥有优质制作能力的企业。非成品销售难度高于成品销售，制作能力背书能增加视频平台的信任程度，订单将呈现头部集中趋势。

图表：定制剧集的生产模式



图表：华策影视的应收账款、经营现金流（亿元）

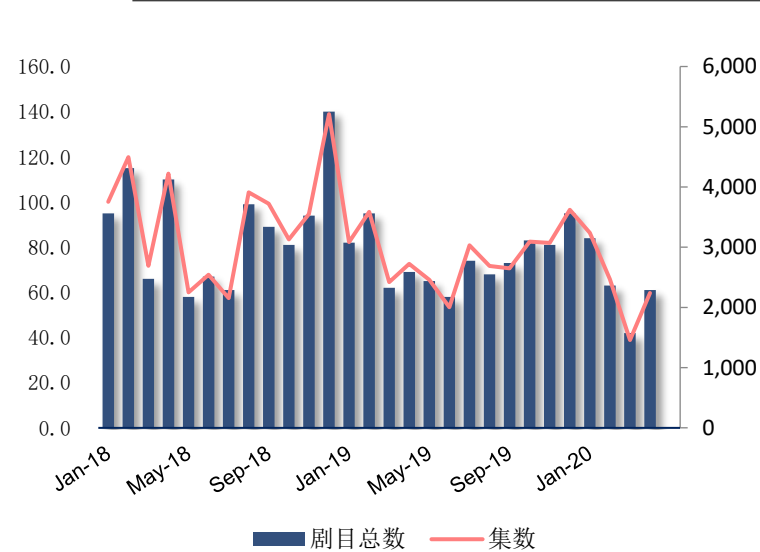


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

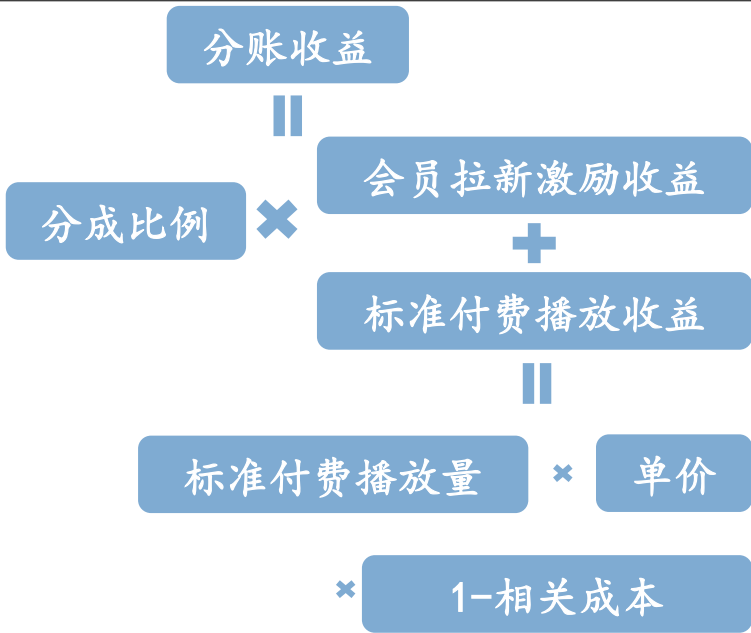
内容制作：现金流好转，制作能力为核心竞争力

- 影视内容生产公司步入正轨。受下游剧集价格下滑和上游成本下降节奏不同步的影响，2019年影视公司项目难以盈利，2019年电视剧甲证制作机构下降到73家。目前成本端演员降薪基本完成，剧组开工正常拍摄。
- 新渠道的加入带来行业增量收入。芒果超媒、西瓜视频、B站等开始发力剧集领域，将为长视频内容带来新的发行渠道，有望带动行业规模的增加。
- 分账剧有较大发展，为出品公司带来弹性收入。目前分账剧内容仍主要停留在小成本的剧集中，比如甜宠剧等，主要由于整体体量较少，但行业天花板逐渐提高，视频平台出台越来越完备的规则来支持分账剧的发展，出现了如《少主且慢行》等高收益的分账剧。

图表：备案剧集数量



图表：腾讯视频分账剧政策



图表：2020Q1头部分账剧体量

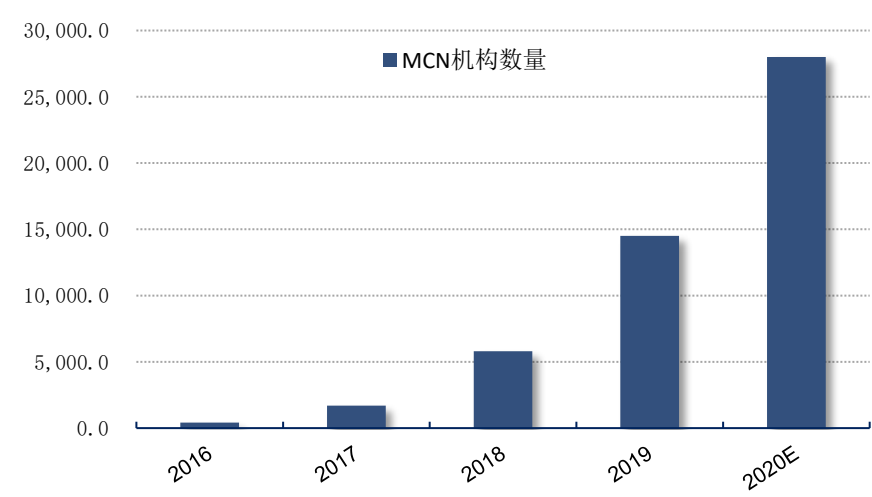
剧集名称	集数	有效播放	题材
少主且慢行	一二季24集	3.8亿	古装探案
小女上房揭瓦	一二季24集	2.5亿	年代爱情
医妃难囚	二季30集	2.2亿	穿越爱情
危险的她	单季14集	1.1亿	女性悬疑

资料来源：广电总局，腾讯视频，云合数据，信达证券研发中心

内容制作：现金流好转，制作能力为核心竞争力

- 短视频成为专业影视公司内容能力新出口。在短视频成为重要的接收信息和自我表达方式的背景下，去年万达电影、光线影业、阿里大文娱、新丽传媒和英皇电影（北京）与抖音平台签署“视界计划”，在双屏联动、宣发资源等方面实现共赢。华谊兄弟在4月的定增方案中披露，华谊创星将和名赫文创集群、名赫文化科技进行达成合作关系，借助华谊兄弟的内容优势，打造MCN和精品内容。5月27日，曾经产出《东方红》、《红楼梦》的长城影视也对外宣布将建立MCN机构。
- 影视公司在积极探索短视频生态业务模式。影视公司在短视频变现主要有两种方式，1、通过创作适合短视频平台的竖短剧模式进行直接的内容招商变现，或通过剧集等内容的二次创作实现长尾内容的变现，2、以内容培养账号、网红，通过电商等广告模式变现，总的来说专业的影视公司进入后将提高短视频内容PGC化的进程，提高内容质量，影视公司也有望增强内容的多元变现。

图表：国内MCN机构数量



图表：影视公司进入MCN的主要动作

年份	公司	项目
2019	万达	明星（李小璐）带货
	光线影业	与抖音合作
	阿里大文娱	短视频出海
	新丽传媒	与抖音合作
	英皇电影	与抖音合作
	橙子映像	《金斩，有何贵干？》
2020	华谊创星	打造精品化内容矩阵
	慈文传媒	搭建孵化阶段
	新文化	加入上海MCN专业委员会
	长城影视	宣布建立MCN
	壹心娱乐	《住手吧！关同学》

资料来源：骨朵数据，信达证券研发中心

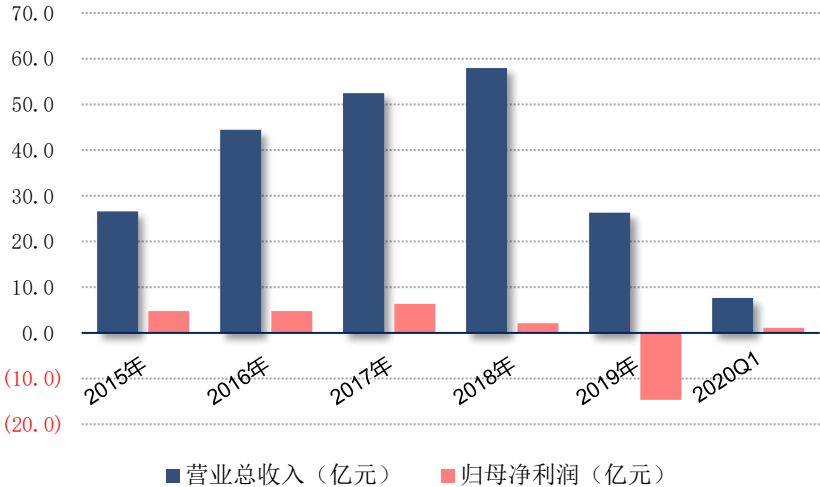
华策影视：剧集储备丰富，拥有优质内容制作能力

- 公司剧集项目储备丰富，产能处于行业前列，将受益于行业稳定增长趋势，
- 公司调整内部组织结构，对内容作品开发方向重新定位，调整开发节奏，有望减低资产减值风险，
- 与视频平台合作推出定制剧集，毛利率有望走向稳定，公司有高品质剧集的产出能力，有望获得较高毛利率。
- 进军短视频内容创作领域，积极开拓新业务，把握新增流量发展方向，探索多元内容形态和新商业模式。
- 我们看好公司处于新周期的起点，一方面剧集内容有望持续为公司贡献稳定业绩，另一方面短视频内容、艺人经纪等有望为公司带来弹性。

图表：华策剧集储备

有翡
长歌行
我和我们在一起
遇见你，遇见爱
向风而行
锦心似玉
向风而行
当爱情遇到科学家
亲爱的挚爱的

图表：营业收入及利润

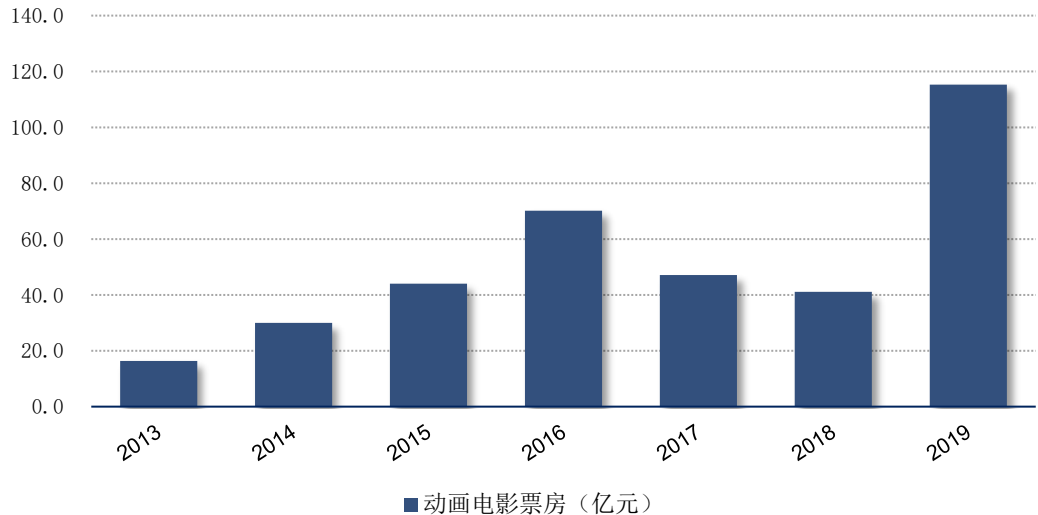


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

光线传媒：剧集储备丰富，拥有优质内容制作能力

- 公司项目储备丰富，未来年份收入弹性较大。预计上映电影13部，包括《姜子牙》《妙先生》《荞麦疯长》等；预计制作电影项目40部，预计制作播出电视剧/网剧项目25部。
- 疫情原因短期内对公司电影业务会造成较大影响，但给出了长周期动画电影项目制作完善时间，动画项目制作质量水平有望提高，增加未来业绩弹性。2020年公司有望提高剧集投入产出、完善编剧团队、提高艺人商业价值，形成对电影收入的有效补充。
- 国产动画赛道逐渐拓宽。B站国创区动漫的播放量等数据正在向番剧区看齐，国创关注度逐渐提高，2019年《哪吒》标杆性产品的存在提高了全民对动画电影的认知程度，公司作为动画产品的头部制作公司有望受益于行业上升趋势。

图表：动画市场规模



资料来源：灯塔数据，公司公告，信达证券研发中心

图表：光线传媒项目储备

剧集名称	制作进度	主创人员
姜子牙	预计 2020 年上映	导演：程腾、李炜
妙先生	预计 2020 年上映	导演：李凌霄
墨多多谜境冒险	预计 2020 年上映	导演：王竞
深海	制作中	导演：田晓鹏
星游记之冲出地球	制作中	导演：胡一泊
大鱼海棠 2	制作中	导演：梁旋、张春
西游记之大圣闹天宫	制作中	导演：田晓鹏
凤凰	制作中	待定
魁拔	制作中	导演：王川
鬼列车	制作中	导演：景绍宗
大理寺日志	制作中	待定
八仙过大海	制作中	待定

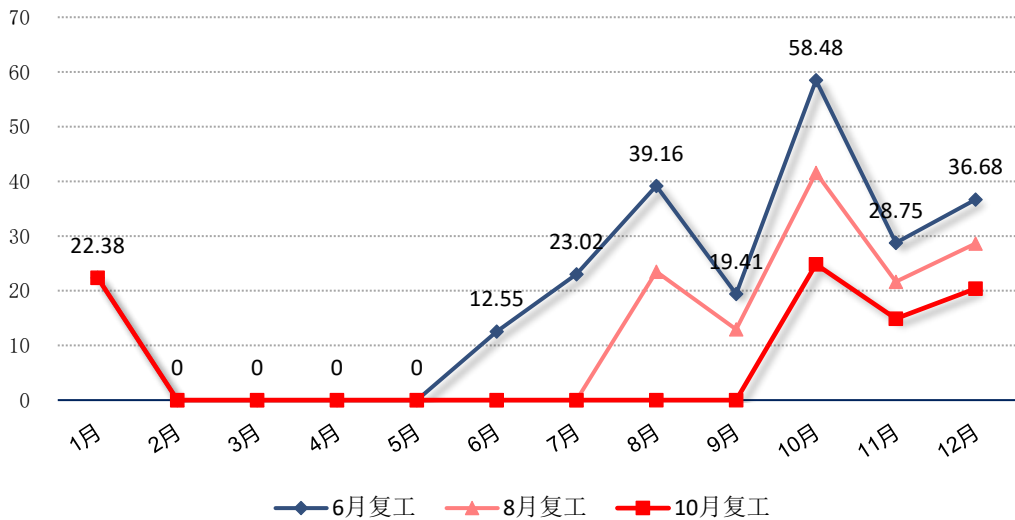
目录

- 一、游戏：行业的机会在哪里？
- 二、直播电商：天时地利人和
- 三、视频平台：会员提价一触即发，控制成本之路仍在继续
- 四、数字阅读：免费阅读兴起，IP运营拓宽营收空间
- 五、内容制作：现金流转好，制作能力为核心竞争力
- 六、院线：复苏有望，关注影院复工及票房情况
- 七、传统出版：线上化趋势持续，长线畅销书优势明显

院线：复苏有望，关注影院复工及票房情况

- 院线行业是疫情受损最严重的行业之一，电影院从疫情开始到2020年6月已经关闭了133天，房租等固定成本继续支出，影院现金流压力巨大，虽然目前还没有明确的数据显示影院关门的数量，但是不断传出有影院关门的消息。据国家电影局预测，我国电影行业票房预计损失300亿元。
- 国务院5月发布开放娱乐场所的通知，电影院复工在望。随着疫情逐渐被控制住，各行业复产复工走向正轨，目前各地高等院校、初高中、小学逐渐开学，疫情在人群中的恐慌降低。
- 6-7月是观察院线行业的窗口期，何时复工以及复工之后的票房表现是接下来关注的重点。影院复工仍差临门一脚，各地影院在等待电影局的一纸批文，另外复工之后影院票房恢复情况也是观察院线行业本年业绩的重要参考。

图表：预测2020年票房走势（亿元）



图表：政策对电影行业的支持

国家	2020年1月1日至2020年12月31日，对放映环节免征增值税，符合条件的已征税费进行返还，发生的亏损最长结转年限至8年
北京	发布文化产业扶持相关措施，重点支持受疫情影响经营困难的中小影业
四川	出台十条措施支持电影业发展，加大影院补贴力度
浙江	对因疫情停业的影院给予资金支持
湖南	给予省内影院补贴
广东	分配电影专资4888万元直接扶持1337家影院
江苏	出台十条措施支持电影业发展，对乡镇影院进行特别补助

资料来源：灯塔报告，信达证券研发中心

院线：复苏有望，关注影院复工及票房情况

院线行业复工需要解决以下问题：

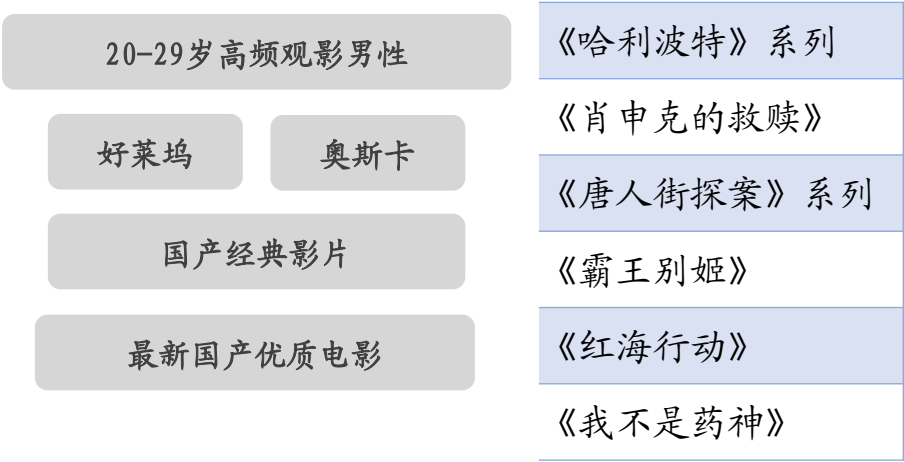
- 卫生方面。防疫工作需要充分准备，各地影院杀毒消菌工作陆续进行，对于防疫工作以及缓解民众对于聚集的恐慌具有重要作用。
- 影片方面。院线需要强有力的内容吸引观众，今年3月国家电影局为影院复工支援了多部影片，微博上呼声较高的多部国内外经典影片也有望重新上映，作为新片定档前的补充。新片定档方面，《花木兰》定档7月19日，《唐探3》《姜子牙》等多部影片也有望尽快定档。
- 用户方面。面向资深影迷的内容排布成为影院复工初期自救的主要措施。据灯塔数据发布的策略报告，20-30岁的男性用户群是主要的高频观影人群，各院线发布针对性的排片的策略也是重要的运营措施。

图表：已经宣布定档的电影

7月24日 《花木兰》
8月14日 《神奇女侠2》
9月18日 《王牌特供》
10月16日 《法兰西特派》
11月6日 《黑寡妇》
12月11日 《分身人》
12月23日 《壮志凌云：独行侠》

资料来源：信达证券研发中心整理

图表：排片策略



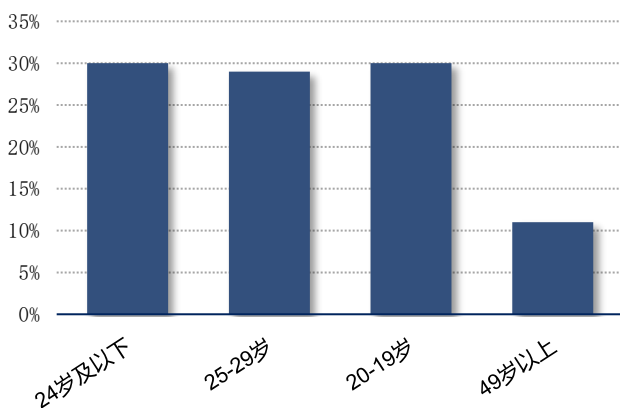
资料来源：灯塔报告，信达证券研发中心

院线：复苏有望，关注影院复工及票房情况

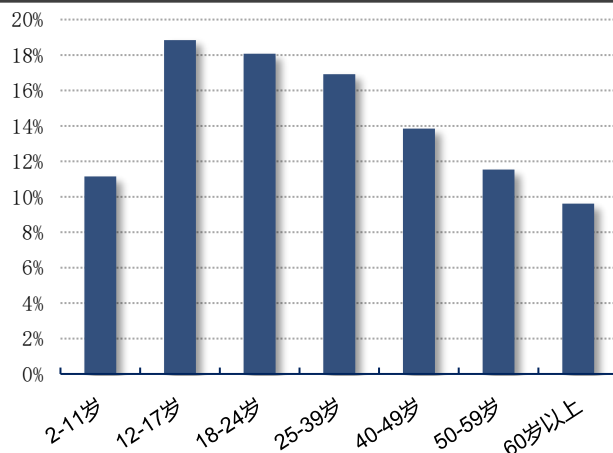
尽管2020年院线行业受损严重，我们仍然看好院线行业的长期发展。

- 文化产业仍是我国需要重点发展的产业之一，电影是重要的文化传播渠道。2009年国务院发布《文化产业振兴规划》，文化产业作为又一个产业振兴规划，经过近10年的发展，我国文化产业逐渐做大做强，从渠道（视频平台、电影院）、内容（综艺、剧集、电影）等各个维度快速增长。其中电影是文化产业的重要组成部分，也是线下娱乐中最具性价比的大众消费产品，未来将仍是重点发展的产业之一。
- 电影产业仍处结构性迭代阶段，还未完全成熟。我国电影院消费群体仍以年轻人为主，中老年人较少，与美国等国家均衡的观影人群相比仍有发展空间。其次我国电影处于渠道驱动转向影片质量驱动票房的关键节点，2018年开始出现的行业平台期和头部影片持续打破类型电影票房天花板呈现明显对比，说明我国影片在内容端正处于不断突破创新阶段，影片内容与观众需求的矛盾在不断弱化，未来票房有望再次进入快速增长阶段。
- 非票收入仍有提升空间。卖品收入方面，我国影院占比在5%-14%，美国在30%以上，差距较大。随着衍生品品类逐渐增加、影院多元化运营，我国影院非票业务占比有望持续提高。

图表：我国和美国观影年龄结构

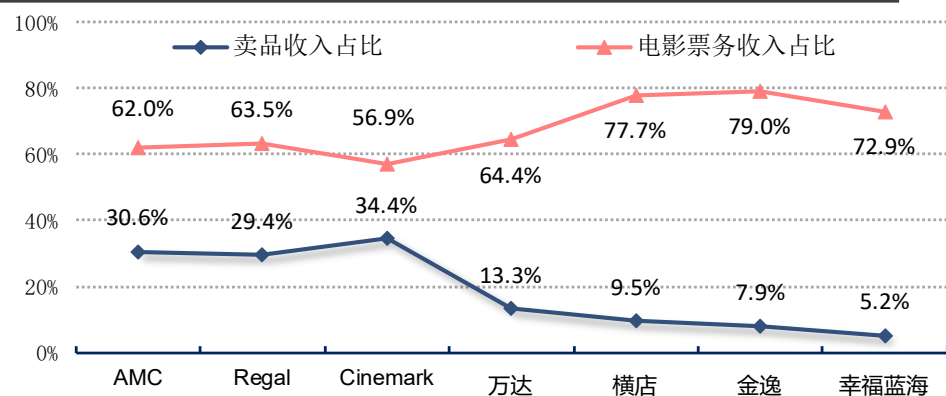


图表：我国历年票房



资料来源：信达证券研发中心整理

图表：2018年我国和北美院线收入结构对比

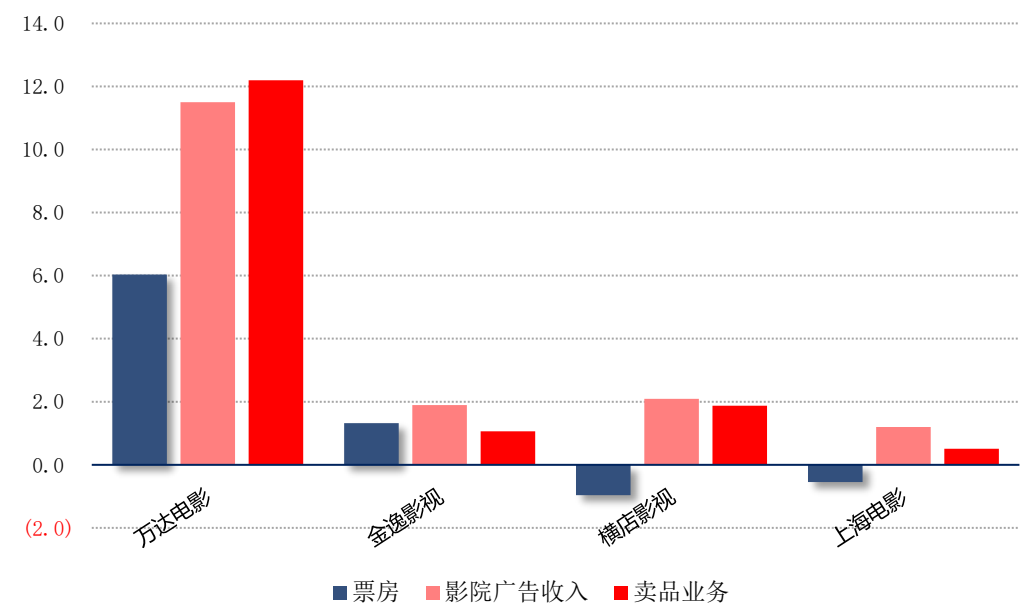


资料来源：各上市公司公告，信达证券研发中心

院线：复苏有望，关注影院复工及票房情况

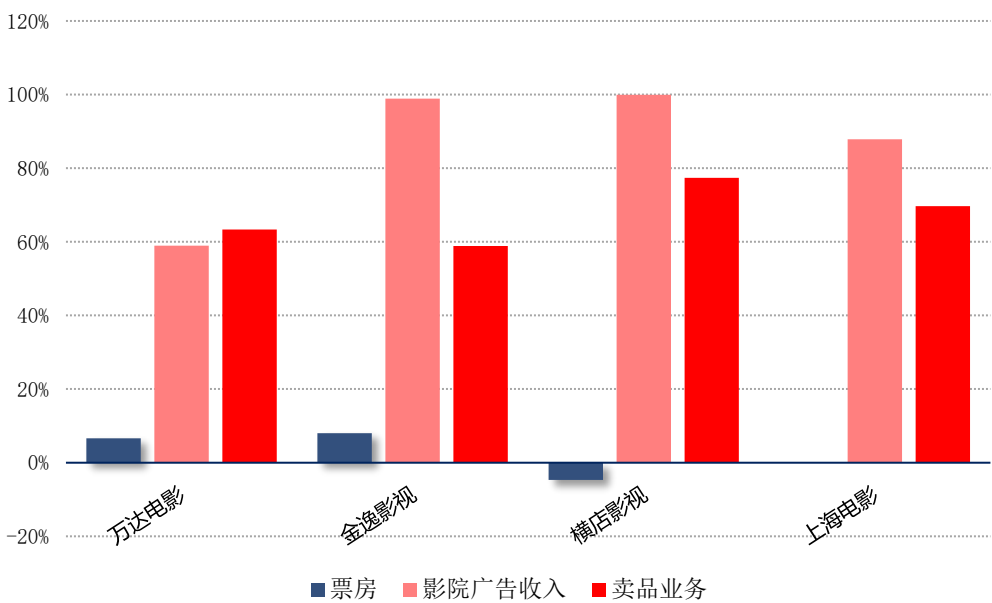
- 疫情之后行业集中度提升有望加速，院线头部公司在加大投入。一方面疫情带来影院现金流前所未有的压力，背负费用压力较大的影院及长期处于竞争劣势的影院将会退出市场，另一方面资金实力雄厚的影投公司仍在进行投入，先有上海电影投入10亿成立并购基金，后万达电影发布定增预案，拟投入31.45亿元在2020-2022年新建影院162家。
- 竞争压力减缓，上座率有望提升，提高影院毛利率水平。在目前上座率的情况下影院基本依靠非票业务赚取毛利，影院竞争减弱有望提高放映业务毛利率水平，提高盈利能力。

图表：放映、广告和卖品毛利贡献情况



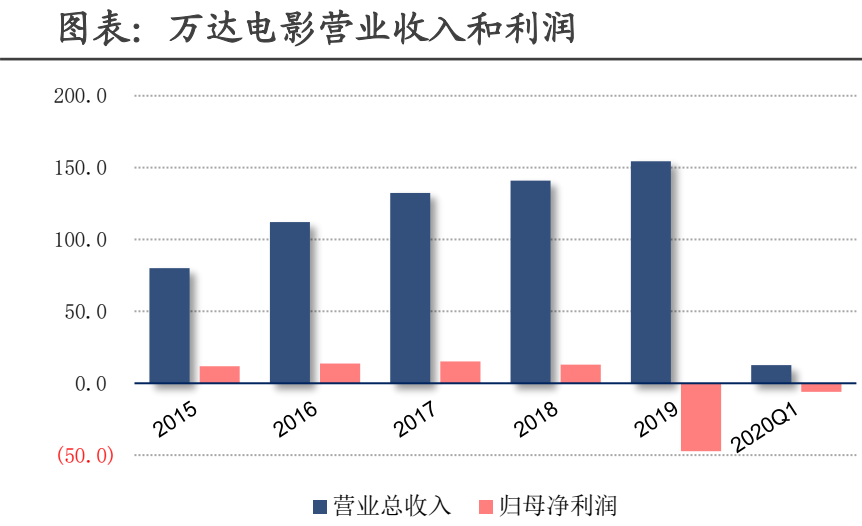
资料来源：各上市公司公告，信达证券研发中心

图表：放映、广告和卖品毛利率贡献情况



万达影视：院线龙头，全产业链布局

- 看好疫情后电影行业发展，行业龙头有望受益于集中度上升趋势。疫情影响行业短期现金流，长期行业仍然将受益于内容提质、观影人群成熟化、运营精细化等因素，另外盈利能力较差的影院将受现金流压力加速退出市场，行业竞争有望缓和，上座率有望提高，提升存量影院盈利能力。公司在2020年4月30日发布定增预案，计划在2020年至2022年新建影院162家，行业低位进行资产局部。
- 公司拥有规模化、品牌化优势，疫情之后盈利能力有望提升。公司院线业务票房占有率行业第一，提供差异化的高端观影服务，在选址方面依托万达广场等优质商圈，拥有成熟的开发策略及丰富的影院运营经验，在运营方面公司排片执行力突出，可对上游发行产生一定的潜在溢价能力，收入结构方面公司非票业务占比显著高于行业内其他公司。
- 并购万达影视进行全产业链布局。万达影视为国内优秀的电影和电视剧制片公司，作品包括《唐人街探案系列》、《寻龙诀》、《正阳门下小女人》等。公司并购万达影视可在资金、产业链协同等方面实现互赢，影视业务有望成为新的业绩增长点，《唐探》IP具有良好的可扩展性和商业价值，有望成为类似“漫威”宇宙超级群像类IP。



图表：万达电影增发新建影院项目

	影院数（家）	银幕数（块）	其中：IMAX 银幕数（块）	总面积（平 方米）	座位数（个）
2020年建设 项目	59	466	28	308,656	66,601
2021年建设 项目	81	627	14	383,057	85,811
2022年建设 项目	22	165	6	99,684	23,123
合计	162	1,258	48	791,397	175,535

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

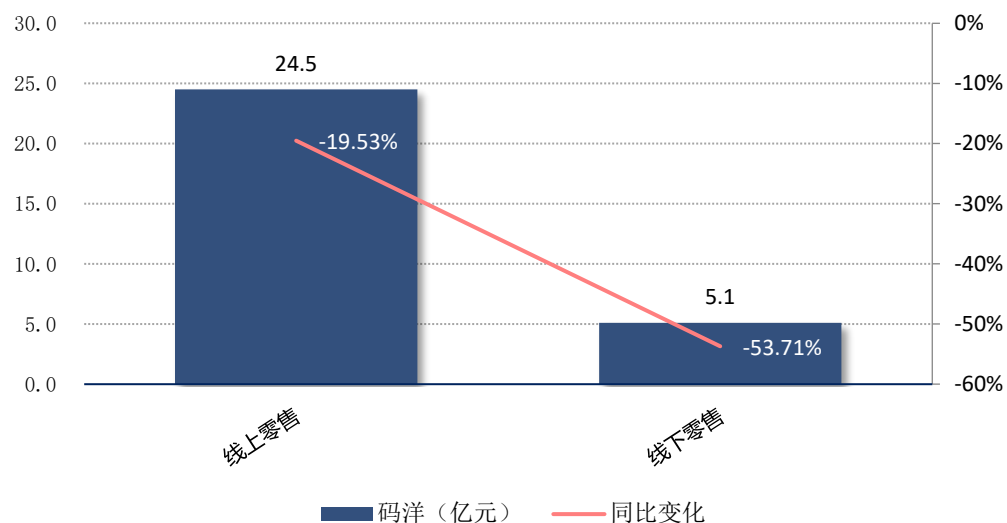
目录

- 一、游戏：行业的机会在哪里？
- 二、直播电商：天时地利人和
- 三、视频平台：会员提价一触即发，控制成本之路仍在继续
- 四、数字阅读：免费阅读兴起，IP运营拓宽营收空间
- 五、内容制作：现金流转好，制作能力为核心竞争力
- 六、院线：复苏有望，关注影院复工及票房情况
- 七、传统出版：线上化趋势持续，长线畅销书优势明显

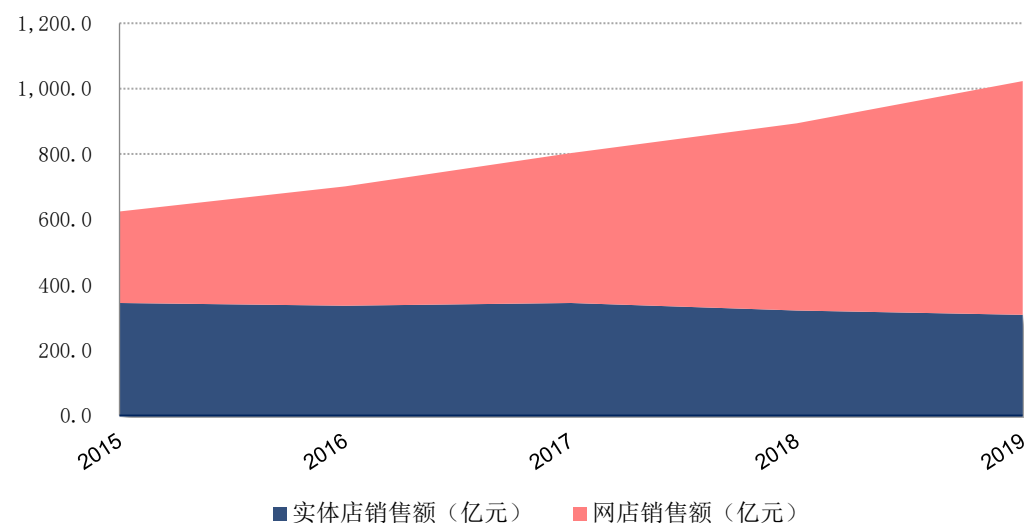
传统出版：线上化趋势持续，长线畅销书优势明显

- 疫情影响线下书店业绩，图书销售加速向线上渠道迁移。根据中金易云的数据，2020年春节假期期间实体书店销售码洋同比下降95.57%，品种数及销售册数分别下降了84.56%和96.5%，2020Q1实体书店销售码洋同比下降53.71%。行业纷纷加快布局线上销售渠道，线上图书营销等活动也在同步推进。
- 疫情将加速出版行业数字化进程。目前行业大部分出版商仍以来传统出版，仅有少数几家上市公司拥有数字业务，如中信出版、中南传媒、时代出版、新经典等，且业务占比较小，未来出版公司将更重视有声书、电子书、配套视频等数字业务。

图表：2020Q1线上线下图书零售码洋



图表：实体店和线上店趋势

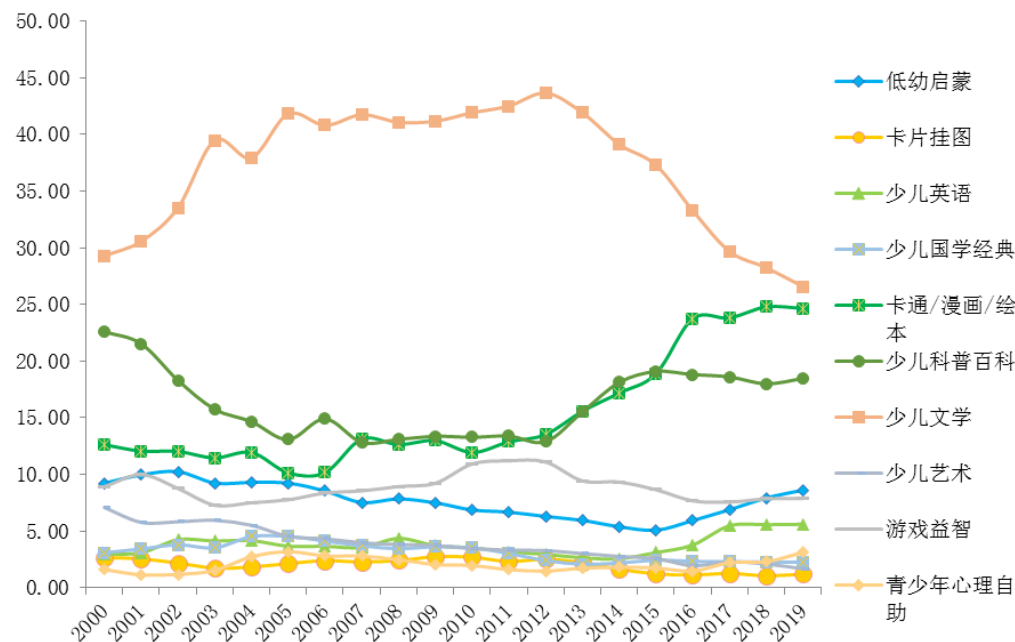


资料来源：北京开卷，信达证券研发中心

传统出版：线上化趋势持续，长线畅销书优势明显

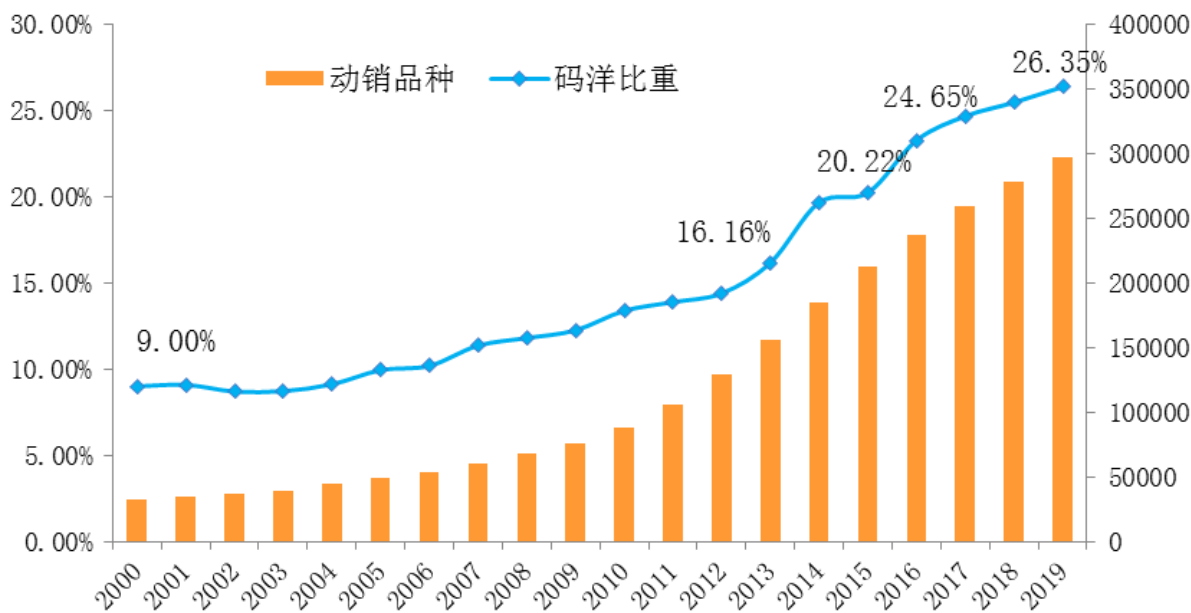
■ 教材教辅书籍需求刚性凸显，看好少儿品类未来发展前景。2020Q1整体图书零售市场同比下降15.93%，但由于疫情期间学生教育的刚性需求，教材教辅品类同比增长2.3%，其中小学同步和课外文教读物同比实现正增长，小学同步增长率达到41.02%。2020年1-4月少儿图书码洋占比超过30%，位居第一，在细分品类中少儿文学占比第一，卡通/漫画/绘本跃居第二位，成为最有潜力的增长板块，科普百科全书规模有所回升。数字化出版趋势将带动听书、电子书、线上教育等形式全面开花，同时本土原创新兴作品有望收到关注，带动少儿品类持续增长。

图表：2000-2019年少儿图书零售市场各细分类码洋比重



资料来源：北京开卷，信达证券研发中心

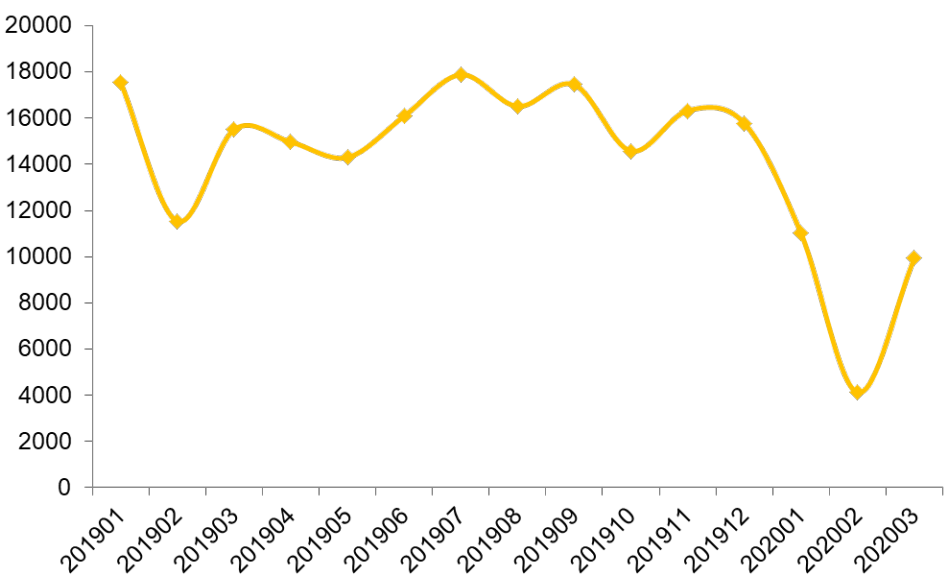
图表：2000-2019年少儿图书零售市场码洋比重及动销品种



传统出版：线上化趋势持续，长线畅销书优势明显

- 新书码洋占比持续下降，疫情对新书投入产生较大影响。该趋势疫情前就已经出现，2019年新书品种数下降。一方面由于版号紧缩，另一方面在某些领域市场接受新人作品需要学习成本，经典作品更受信赖也是原因之一，在少儿、教辅领域表现更为明显。在疫情的影响下2020年Q1新书动销品种数出现大幅下将，新书品种贡献数和新书码洋贡献率也出现明显跌幅，其中在2月最为明显，下降主要由于印厂停工产能下降，以及物流停运导致产业链断裂。
- 看好经典畅销品种的长期价值。在书号缩减背景下，经典畅销书的长线价值提高。

图表：零售市场各月新书动销品种数变化



资料来源：北京开卷，新华图书城，信达证券研发中心

图表：2020年4月前20名畅销书总榜（书名，出版时间）

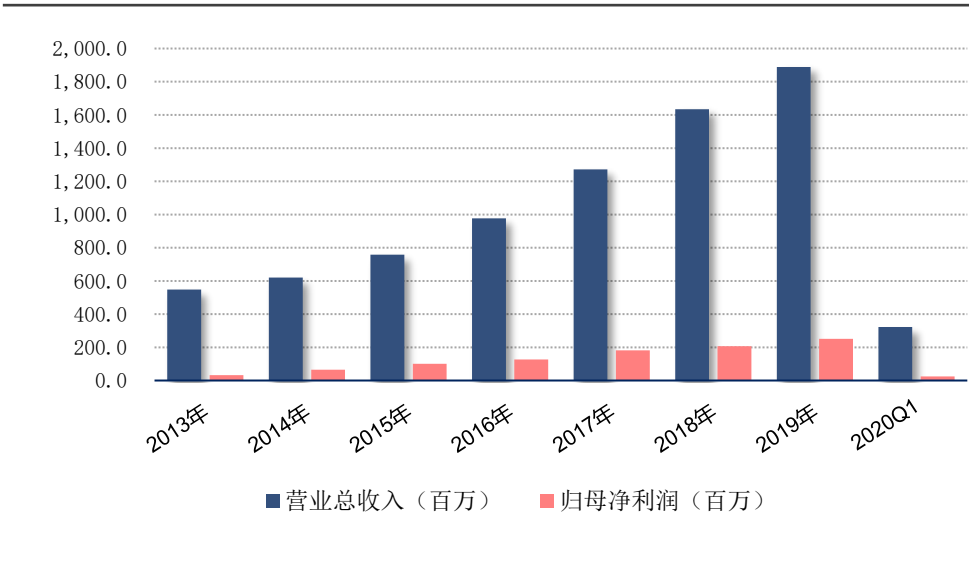
习近平在厦门	2020年1月	月亮与六便士	2017年1月
习近平在宁德	2020年1月	断舍离	2013年6月
习近平新时代中国特色社会主义思想学习纲要（2019标准版）	2019年6月	百年孤独（50周年纪念版）	2017年8月
你当像鸟飞往你的山	2019年11月	习近平新时代中国特色社会主义思想学习纲要（2019烫金版）	2019年6月
正面管教	2016年7月	云边有个小卖部	2018年7月
人生海海	2019年3月	神奇校车·桥梁书版（全20册）	2014年3月
人间失格	2015年8月	人间值得	2019年9月
三体（全三册）	2010年11月	小熊和最好的爸爸	2007年11月
习近平关于“不忘初心、牢记使命”论述摘编	2019年8月	新华字典（第11版·双色本）	2011年6月
神奇校车·图画书版	2018年4月	在统筹推进新冠肺炎疫情防控和经济社会发展工作部署会议上的讲话	2020年2月

中信出版：经管领域龙头，少儿业务快速发展

- 疫情期间发展数字阅读业务，快速进行销售渠道和营销阵地的转移，减少损失。2020Q1公司推出高品质、切合疫情的电子书、有声书、视频课程等数字内容产品，带动增长50万用户，数字阅读同比增长46%，同时公司共有线上直销行业领先的数字内容运营商；业务边界上，公司积极发展面向未来的出版融合业务，数字和代销两种渠道，快速实现销售的转移，面向不同平台不同的用户群体，开展300多场线上直播活动，激活线上流量，自营线上业务同比增长59%。
- 长期来看，公司在多个品类上都有较强的内容优势，拥有跨品类打造优质内容的能力，公司少儿品种图书市占率快速提升，有望成为下一个优势品类；渠道上覆盖线上、线下、直销、代销四种模式，中信书店不仅作为渠道，还增加了公司的品牌影响力，另外与主要阅读平台和三大运营商合作分发数字阅读产品，为出版阅读业务不断增长，积极开展有声书、电子书等产品，形成了“版权-开发-制作-分销-运营”一条龙的闭环运营模式，同时积极探索IP全链条开发。

图表：公司收入和利润情况

图表：公司主要出版物



资料来源：公司公告，京东，信达证券研发中心

风险提示

- 5G建设及商用进程不及预期；
- 国内外疫情进一步反复或恶化；
- 政策监管风险；
- 公司新产品、项目上线不及预期

研究团队简介、机构销售联系人

王建会，传媒互联网行业首席分析师。复旦大学金融学硕士，3年卖方研究经验，2019年11月正式加入信达证券研究开发中心，从事传媒互联网行业研究。

王婷，南京大学经济学硕士，2020年加入信达证券，覆盖网络游戏和整合营销。

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼邮编：100031

华东地区销售

王莉本：18121125183	wangliben@cindasc.com
文襄琳：13681810356	wenxianglin@cindasc.com
张思莹：13052269623	zhangsiying@cindasc.com
吴国：15800476582	wuguo@cindasc.com
孙斯雅：18516562656	sunsiya@cindasc.com
张琼玉：13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
袁晓信：13636578577	yuanxiaoxin@cindasc.com

华北地区销售

袁泉：13671072405	yuanq@cindasc.com
张华：13691304086	zhanghuac@cindasc.com
唐蕾：18610350427	tanglei@cindasc.com
魏冲：18340820155	weichong@cindasc.com

华南地区销售

王留阳：13530830620	wangliuyang@cindasc.com
王雨霏：17727821880	wangyufei@cindasc.com
杨诗茗：13822166842	yangshiming@cindasc.com
陈晨：15986679987	chenchen3@cindasc.com



免责声明

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时，提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准20%以上； 增持 ：股价相对强于基准5%～20%； 持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间； 卖出 ：股价相对弱于基准5% 以下。	看好 ：行业指数超越基准； 中性 ：行业指数与基准基本持平； 看淡 ：行业指数弱于基准。