

行业研究/中期策略

2019年05月14日

行业评级:

传媒 增持(维持)

许娟 执业证书编号: S0570513070010
研究员 0755-82492321
xujuan8971@htsc.com

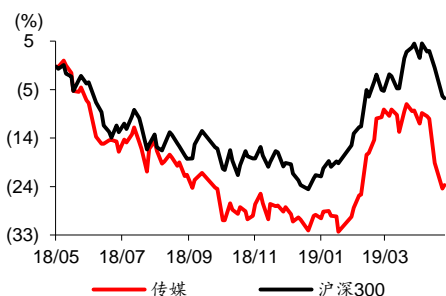
周钊 执业证书编号: S0570517070006
研究员 010-56793958
zhouzhao@htsc.com

吕默馨 执业证书编号: S0570519030002
研究员 0755-23952835
lvmoxin@htsc.com

相关研究

- 1《**传媒: 商誉减值集中释放, 重视政策变化**》**2019.05**
- 2《**东方明珠(600637, 增持): 行业阵痛持续, 5G 和 4K 布局加速**》**2019.05**
- 3《**中国电影(600977, 买入): 期待制片和进口片发行业务持续表现**》**2019.04**

一年内行业走势图



资料来源: Wind

紧密关注主流媒体和技术革新

2019 年年中传媒行业投资策略

需求端驱动有限, 供给端高度重视主流媒体、技术革新催生的投资机会

我们从供需框架研究行业驱动力。需求方面, 用户规模、使用时长渐趋饱和, 人均消费支出提升将是主要动力, 但预计增速较缓慢, 对提升估值中枢影响有限; 供给主要包含政策和技术。政策端, 强调意识形态工作领域的主导权仍将是未来重点, 主流媒体在其中将拥有重要地位; 技术是推动行业发展的根本动力, 我国 5G、云计算、人工智能发展较快, 伴随着设备革新, 众多新应用场景有望在下半年出现, 带来蓝海市场, 提升行业成长性和估值中枢。综上建议紧密关注主流媒体, 以及围绕技术进步所衍生的应用场景的投资机会。

需求: 用户规模、时间增量有限, 消费提升将是主要驱动力

用户规模上, 以移动互联网用户为例, 至 2018 年 12 月渗透率已达 98.6%; 时间上, PC 端、电视端用户时长继续收窄; 移动端时长仍有增长, 主要是短视频的拉动。总体上我们认为人均消费预算提升将是需求端未来的主要增长点: 2019 年 Q1 我国人均教育文娱支出 548 元, 同增 20.6%, 其中城镇人均教育文娱支出 706 元, 同增 17%; 农村 351 元, 同增 29%。我们认为未来人均消费支出仍将持续提升, 但总体上将保持将为平缓的增速。

供给-政策端: 媒体融合进程明显加快, 主流媒体将扮演重要角色

纵观近年行业政策变化, 我们认为脉络均承袭于《十九大报告》, 其中强调的重点是要“牢牢掌握意识形态工作领导权, 高度重视传播手段建设和创新。”2018 年以来我国的主流媒体建设、媒体融合推进进程明显加快, 我们认为在此过程中, 文化国企对政策理解更深入, 对内容尺度的把握更权威, 有望在内容审核、平台整合、渠道建设方面迎来新机遇, 并以此为契机贡献业绩增量。紧密关注主流媒体在此方面的进展以及相关的投资机会。

供给-技术端: 5G 时代衍生崭新应用场景, 提升行业成长性和估值中枢

技术的进步以及伴随的终端设备的更新是推动传媒行业发展的根本动力, 我国以 5G、云计算和人工智能为代表的基层技术发展已进入快车道, 以及手机等终端设备的革新, 将推动媒介形式发生深刻变化。随着 5G 的推进, 2019 年下半年有望衍生出众多崭新的应用场景, 开拓新的蓝海, 从而解决目前传媒行业用户规模、使用时长日趋饱和的问题, 促使需求端迎来蓬勃生机, 形成正向循环, 提升板块的成长性和估值中枢。

各行业展望及投资建议

- 1、游戏: 景气度较高, 新游上线有望带动业绩增长。新游戏模式有望提升估值中枢, 关注完美世界、游族网络;
- 2、出版: 基本面向上, 具备良好防御属性, 板块具备配置价值, 关注凤凰传媒、中南传媒;
- 3、广电: 重视“融媒体建设+国网整合+5G”带来的投资机会, 关注贵广网络、广电网络;
- 4、视频: 在线视频行业保持高景气度, 内容制作行业仍处调整, 关注芒果超媒;
- 5、电影及院线: 行业调整期, 下半年或将继续承压。关注中国电影、万达电影;
- 6、营销: 宏观经济波动, 广告市场整体承压, 关注广告出海等细分领域, 关注蓝色光标、省广集团。

风险提示: 内容产品存在效果不达预期、技术进步不及预期。

正文目录

综述：基本面未见明显改善，紧密关注政策和技术变化.....	5
基本面：从财报来看整体未见明显改善，互联网、游戏、出版相对景气.....	5
2018 年年报回顾：商誉减值集中释放，营收和利润增速创 2015 年来新低.....	5
2019 年 Q1 季报回顾：行业探底仍在进行，互联网、游戏、出版相对景气.....	6
通过需求和供给框架看传媒行业发展驱动力.....	7
需求：人均消费提升将是需求端主要驱动力，但预计增速较为缓慢.....	8
供给-政策：政策核心是掌握意识形态领导权，文化国企有望迎来新机遇.....	8
供给-技术：技术是传媒行业发展根本动力，5G 时代将为行业打开新的空间.....	8
投资策略：需求端驱动有限，供给端重视主流媒体、技术革新催生的机会.....	9
下半年各细分领域展望.....	10
游戏：景气度较高，新游有望带动业绩增长；新游戏模式有望提升估值中枢.....	10
出版：基本面向上，具备良好防御属性，关注板块配置价值.....	11
广电：重视“融媒体建设+国网整合+5G”带来的主题性投资机会.....	11
视频：在线视频行业保持高景气度，内容制作行业仍处调整，关注芒果超媒.....	11
电影及院线：行业调整期，下半年或将继续承压.....	11
营销：宏观经济波动，广告市场整体承压，关注广告出海等细分领域.....	12
需求端：用户规模、时间增量有限，消费提升将是主要驱动力.....	13
用户规模：移动互联网渗透率达 98.6%，年龄段两端仍有增长空间.....	13
用户时间：移动网络使用时长仍有增长，下沉市场构成主要贡献.....	15
消费预算：一季度教育文娱消费提振，农村市场仍具备较大增长潜力.....	16
政策：主流媒体建设加速，文化国企有望迎来新机遇.....	18
主流媒体建设内涵不断明确，重视移动与新技术应用，掌握舆论主导权.....	18
传统媒体与新兴媒体要在内容、渠道、平台、经营、管理各方面深度融合.....	18
新闻舆论要加强传播力、引导力、影响力、公信力.....	18
十九大报告进一步明确要牢牢掌握意识形态工作领导权.....	19
运用科技手段，推动媒体融合向纵深发展，做大做强主流舆论.....	19
加强主流媒体建设从内容、平台、渠道多方向着手.....	19
内容生产层面：打造融媒体“中央厨房”，打通全渠道内容生产.....	19
内容审核层面：内容监管趋严，催生第三方审核需求，国有媒体担当主力军.....	21
平台建设层面：媒体整合，强化平台影响力.....	22
渠道整合层面：推进广电全国一网整合，强化对于渠道的可管可控能力.....	22
文化国企有望迎来新机遇.....	23
传媒行业的变革：新技术、新设备、新应用.....	24
基层技术是推动传媒行业变革的根本动力.....	24
终端和硬件创新，拓宽媒介的内涵和边界.....	24
物联网：5G 广连接特征促进万物互联，万物皆媒介.....	25
VR/AR：5G、云计算+终端设备提升使用体验，应用场景广泛.....	25
折叠屏：2019 年是折叠屏手机元年，将伴随诞生诸多新颖、高效交互方式.....	28

丰富的应用场景出现，开拓各细分领域的发展空间	29
关注标的	30
完美世界：多元化产品线构建优质基本面，新游陆续上线将带来业绩增量	30
中南传媒：18 年股息率 4.8%，教材教辅触底回升，预计业绩稳健增长	31
凤凰传媒：业绩快速增长，分红率提升至 58%.....	32
贵广网络：智慧广电探索领先，民生工程推动网络覆盖和质量提升	33
芒果超媒：会员高增长，自制优势+芒果生态再获验证	34
中国电影：期待制片和进口片发行业务持续表现	35
风险提示	36

图表目录

图表 1：传媒行业 2014-2018 年营业收入及增速	5
图表 2：传媒行业 2014-2018 年归母净利润及增速	6
图表 3：传媒行业 2014-2018 年利润（剔除减值）及增速	6
图表 4：传媒行业季度营业收入及增速	6
图表 5：传媒行业季度归母净利润及增速	6
图表 6：传媒行业季度归母净利润（剔除减值）及增速	6
图表 7：传媒各细分板块 18Q1&19Q1 营业收入增速	7
图表 8：传媒各细分板块 18Q1&19Q1 归母净利润增速	7
图表 9：传媒各细分板块 18Q1&19Q1 归母净利润（剔除减值）增速	7
图表 10：技术革新为基础+硬件和终端创新推动众多新场景新应用出现	9
图表 11：中国网民及手机网民规模增速放缓	13
图表 12：2015 年 6 月至今各细分市场用户规模占整体规模的比例	14
图表 13：2018 年中国低幼人群、银发人群、乡村人群网民数量及覆盖率	14
图表 14：截止 2018 年 12 月我国各年龄段网民规模占比及较 2018 年 H1 增速	15
图表 15：2012-2018PC 端、电视端用户时长变化趋势（单位：小时/天）	15
图表 16：2011-2018 各电视收视人群人均收视时长（单位：小时/天）	15
图表 17：2017-2019 中国移动互联网人均单日使用时长（单位：分钟）	16
图表 18：2018Q1-2019Q1 用户时长增量贡献度较大的 Top10 细分行业	16
图表 19：2019Q1 移动互联网总时长同比增量及 YOY	16
图表 20：2019Q1 移动互联网人均单日使用时长同比增长率	16
图表 21：2019Q1 教育文娱消费支出提振（单位：分钟）	17
图表 22：2019 年 Q1 教育文娱占总消费支出 9.9%，增速领跑全行业	17
图表 23：2019Q1 教育文娱消费支出提振（单位：分钟）	17
图表 24：2019 年 Q1 教育文娱占总消费支出 9.9%，增速领跑全行业	17
图表 25：媒体改革相关政策一览	18
图表 26：媒体建设总体思路	19
图表 27：县级融媒体系统架构	21
图表 28：2018 年以来我国网络内容监管案例	22

图表 29: 信息的传播过程及技术需求.....	24
图表 30: 物联网的三大应用方向.....	25
图表 31: 成熟 VR/AR 技术需要用到的技术.....	26
图表 32: 5G 为云 VR/AR 带来的技术支持.....	26
图表 33: 部分头部厂商的 5G+VR 布局.....	26
图表 34: 热门 VR 游戏一览.....	27
图表 35: 《一起来捉妖》携手微信支付.....	27
图表 36: 5G 时代的主要应用场景.....	29
图表 37: 传媒应用场景对不同技术的需求度.....	29

综述：基本面未见明显改善，紧密关注政策和技术变化

基本面：从财报来看整体未见明显改善，互联网、游戏、出版相对景气

2015年以后，在需求端方面，用户增长空间、使用时长日趋饱和，人均消费支出增长较为缓慢，供给端方面，政策监管趋严，重要的技术变革缺乏，导致传媒行业整体成长性下滑，加上2013年至2015年板块上市公司大规模并购带来的商誉高企，板块整体走势较差，估值中枢持续下滑。从2018年年报和2019年Q1季报来看，行业基本面未出现明显改善。

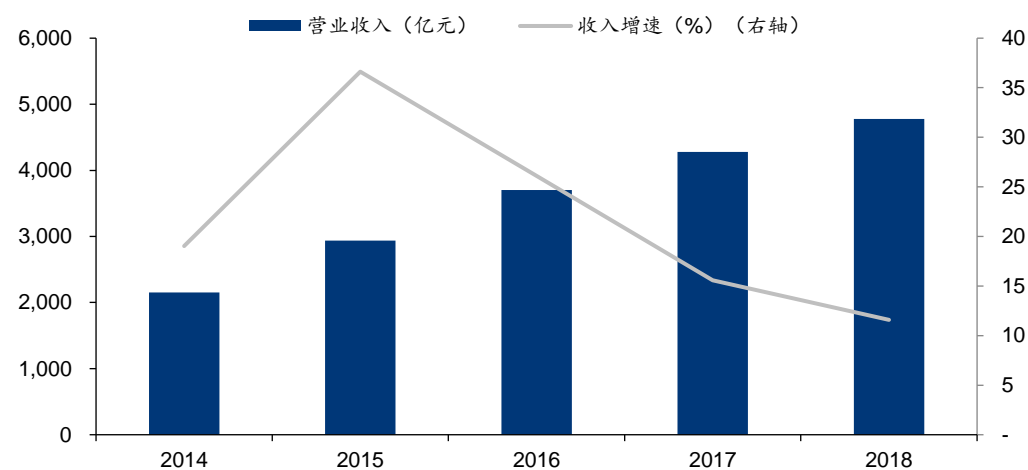
2018年年报回顾：商誉减值集中释放，营收和利润增速创2015年来新低

2018年传媒行业财报口径亏损，剔除资产减值因素利润下滑14.78%。2018年，根据中信传媒一级行业和申万传媒一级行业，筛选128家公司纳入统计（已剔除乐视网），传媒行业整体营业收入4,777亿元，同增11.59%；归母净利润-43亿元，同减108.25%，净利润由于大面积商誉减值等情况而出现行业净亏损，传媒行业资产减值总额584亿元，剔除资产减值等因素的影响，行业还原后净利润542亿元，同减14.78%。

营收和利润增速均为4年来最低水平。营收增速自2015年以来，连续第四年下滑，2015-2018收入增速分别为37%、26%、16%、12%；利润由于商誉减值等影响出现净亏损，剔除商誉减值后的利润增速同样出现连续第四年下滑，且2018年剔除商誉减值影响后仍出现负增长，2015-2018剔除资产减值后的利润增速分别为55%、29%、18%、-15%。

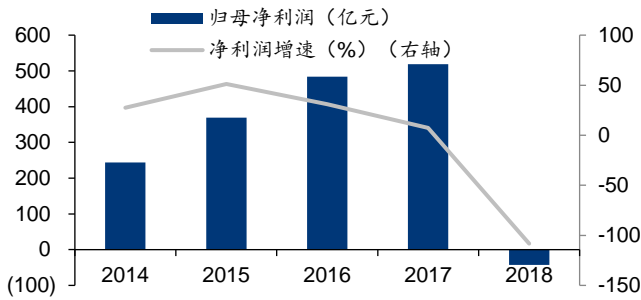
商誉减值损失是造成全行业财报口径亏损的主要原因。2013-2018年资产减值总额分别为17、26、51、57、117、584亿元，18年资产减值同增401%，占营收的12%。其中发生商誉减值的公司共60家，占传媒行业公司数的46.88%，整体商誉减值规模共411亿元，规模扩大8.5倍。其中游戏、营销、电视剧3个板块商誉减值情况最严重，分别减值164亿、98亿、73亿，减值公司数分别占板块公司总数的46%、58%、86%。

图表1：传媒行业2014-2018年营业收入及增速



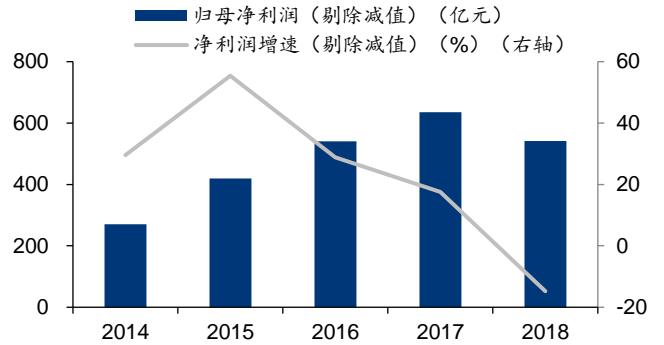
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表2: 传媒行业 2014-2018 年归母净利润及增速



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表3: 传媒行业 2014-2018 年利润 (剔除减值) 及增速

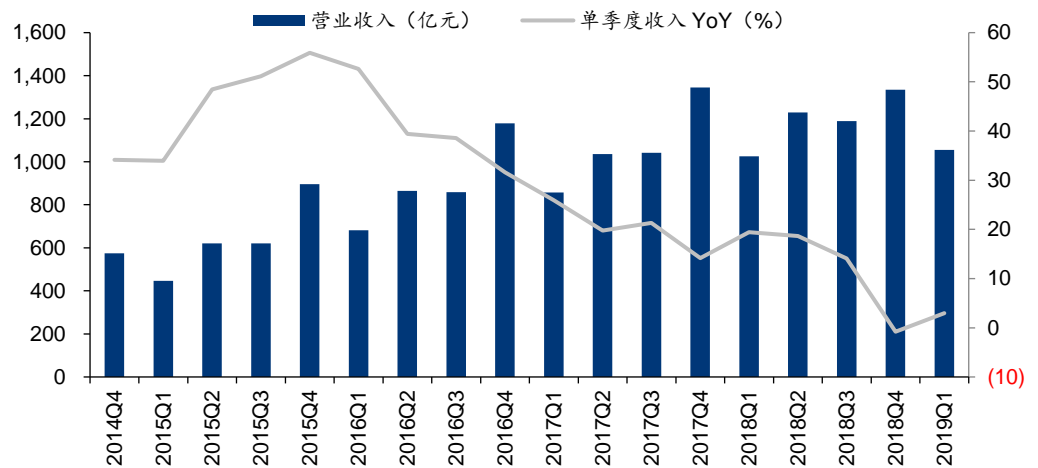


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

2019 年 Q1 季报回顾: 行业探底仍在进行, 互联网、游戏、出版相对景气

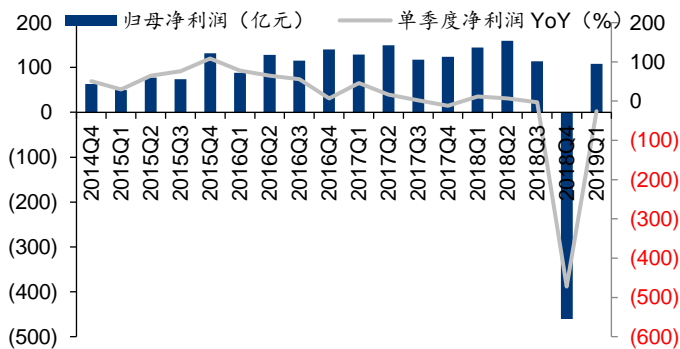
2019 年一季度传媒行业实现营收 1,055 亿元, 同比增长 3%; 实现归母净利润 108 亿元, 同比减少 25%, 季度同比收入增速继续下滑, 净利润在 2017Q4、2018Q3、2018Q4 后再次出现负增长。考虑 Q4 受商誉等各类资产减值影响较大, 剔除资产减值的影响, 一季度净利润 100 亿元, 同比减少 24%, 较 18Q4 的-53%降幅有所收窄。

图表4: 传媒行业季度营业收入及增速



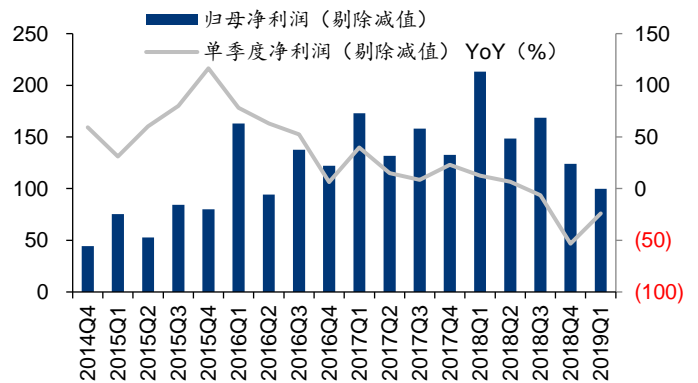
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表5: 传媒行业季度归母净利润及增速



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

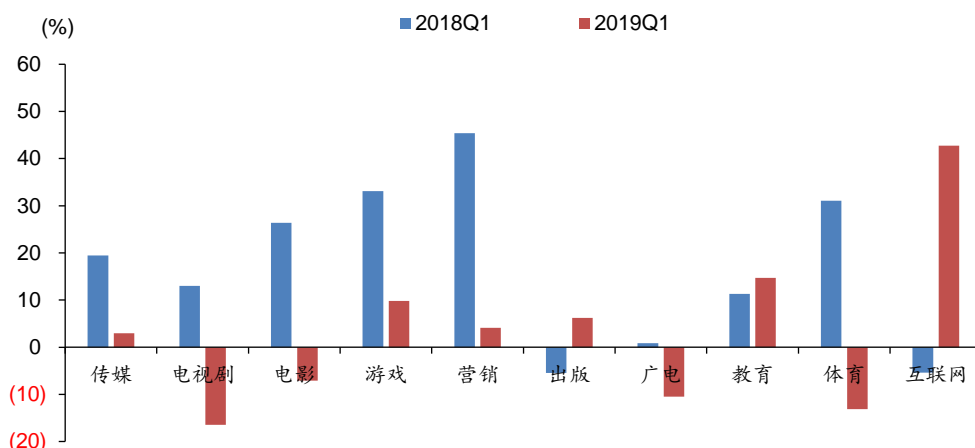
图表6: 传媒行业季度归母净利润 (剔除减值) 及增速



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

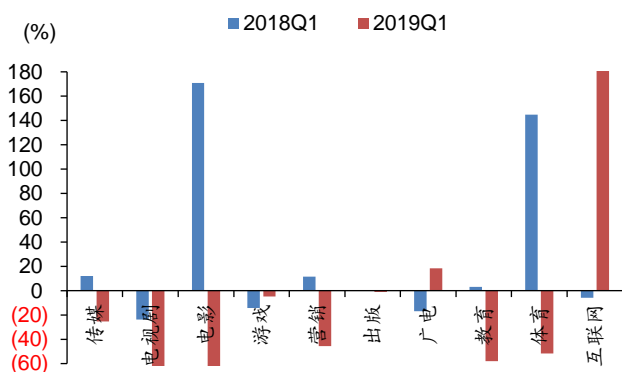
不同板块对比来看，出版板块收入增长加速，景气度有所回升；互联网板块、游戏板块保持较高增速，相对较为景气。

图表7： 传媒各细分板块 18Q1&19Q1 营业收入增速



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表8： 传媒各细分板块 18Q1&19Q1 归母净利润增速



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表9： 传媒各细分板块 18Q1&19Q1 归母净利润（剔除减值）增速



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

通过需求和供给框架看传媒行业发展驱动力

回溯我国传媒行业的发展历史，行业发展推动因素主要来自：经济发展带来的居民消费水平提升和消费习惯的改变、技术革新和政策支持。十余年以来，电影、电视剧、游戏、网文等各项娱乐门类完成了0到1的突破，共同形成波澜壮阔的发展浪潮，带动传媒行业在2013年-2015年走出了连续牛市。

因此研究传媒行业的基本框架思路是从需求端和供给端入手。需求端主要指用户群体、时间、消费水平、消费结构的变化等，背后的深层次因素主要包括经济发展水平和人口结构的变化；供给端主要指娱乐内容的形式、结构和饱和程度等，背后的深层次因素主要包括政策和技术。

因此站在这个时点，该如何看待下半年行业的发展趋势和投资策略，我们依然从需求端和供给端入手。

需求：人均消费提升将是需求端主要驱动力，但预计增速较为缓慢

从需求角度看：

- 1、用户规模上，根据中国互联网络信息中心（CNNIC）的统计，至2018年12月，我国移动互联网用户渗透率已达98.6%，基本无增长空间；如果考虑PC端网络用户，根据腾讯研究院的统计，在我国低幼、银发及农村人群中依然存在网络覆盖的未饱和市场。2018年我国低幼、银发、农村人群的网络覆盖率分别为24.1%、22.7%、39.2%，相较于全国网络覆盖率59.4%仍具备一定增长空间；
- 2、用户时间上，PC端、电视端用户时长继续收窄；移动端时长仍有增长，从娱乐类型上看主要是短视频的贡献，根据QuestMobile的统计，2019年Q1，我国移动互联网人均使用时长达349.6分/天，同比增长36.8分钟，主要带动增长的细分行业为短视频，其贡献了总用户时长同比增量的36.6%。从用户结构上看，主要是下沉市场的用户贡献，其中四线城市用户使用时长增长最快。

基于以上分析，我们认为若不考虑技术和设备更新可能带来的变化，用户规模、用户时长短期增量有限，用户消费预算提升将继续成为行业需求端未来的主要增长点：

- 1、从国家统计局公布的2019年1季度数据来看，2019年Q1我国全体居民人均可支配收入、人均消费支出增长率企稳，分别为8.68%、7.28%，教育文娱消费需求存在较大的提振，一季度人均教育文娱支出548元，占总消费支出比例为9.9%，同比增长20.6%，增速高于全行业；
- 2、从消费规模上看，2019年一季度我国城镇人均教育文娱支出706元，同比增长17%，农村人均教育文娱支出351元，同比增长29%，均呈现出较大幅度的改善。农村文娱消费增长率远高于城镇，但以消费水平绝对值进行比较，二者仍存在较大差距，这也是未来的增长空间。

但从过去几年的发展趋势来看，用户消费预算的提升是较为缓慢的过程，在短期内无法跨越式的增长，因此对2019年下半年板块的估值提升作用有限。

供给-政策：政策核心是掌握意识形态领导权，文化国企有望迎来新机遇

纵观近年行业政策变化，我们认为脉络均承袭于《十九大报告》，其中强调的重点是“要牢牢掌握意识形态工作领导权，高度重视传播手段建设和创新，提高新闻舆论传播力、引导力、影响力、公信力。”

2018年以来我国的主流媒体建设、媒体融合推进进程明显加快，传统媒体和新兴媒体要在内容、渠道、平台、经营、管理等多方面的深度融合。我们认为在此过程中，文化国企对政策理解更深入，对内容尺度的把握更权威，有望在内容审核、平台整合、渠道建设方面迎来新机遇，并以此为契机贡献业绩增量。紧密关注主流媒体在此方面的进展以及相关的投资机会。

供给-技术：技术是传媒行业发展根本动力，5G时代将为行业打开新的空间

技术的进步以及伴随的终端设备的更新是推动传媒行业发展的根本动力。从纸张到广播，到电视和互联网、移动互联网，都带动了传媒行业的迅速发展，大幅提升信息传播效率，深刻改变了社会和经济结构。

技术的进步主要通过提升传输容量、数据处理能力、数据分发效率及交互模式来推动整个传媒行业的变革，同时还需要终端硬件设备的升级。随着5G时代的到来，以及云计算和人工智能的发展，以上三者作为底层技术将推动媒介形式发生深刻变化，促使新的应用场景出现，诞生崭新的商业机会。以此为逻辑，我们勾勒了传媒行业将发生的变化：

图表10： 技术革新为基础+硬件和终端创新推动众多新场景新应用出现



资料来源:华泰证券研究所

目前我国 5G、云计算和人工智能等技术发展均处于世界前列，也正或即将广泛应用，我们认为这将是未来一段时间内推动传媒行业发展的重要动力，伴随着物联网、VR/AR 设备、折叠屏手机的应用，众多新的商业场景将出现，也将诞生崭新的蓝海市场，从而解决目前传媒行业用户规模、使用时长日趋饱和的问题，促使需求端也迎来蓬勃生机，从而形成正向循环，推动行业进入新的阶段。

从时间上看，工信部规划我国最快于 2020 年推出 5G 商用，但 2019 年以来，5G 建设进程较快，大规模组网已在部分城市和热点地区率先实现，我们预计 2019 年下半年 5G 手机、平板电脑等设备或将陆续大规模投放市场，从而在底层通信网络和设备更新上为传媒行业发展提供基础，并将刺激云计算、人工智能、物联网等的发展，为传媒行业打开新的增长空间，并有望提升板块的估值中枢。

投资策略：需求端驱动有限，供给端重视主流媒体、技术革新催生的机会

板块下半年的投资策略，建立在预判影响行业因素可能发生的变化及其影响的基础上，通过上文对研究行业的供需框架的阐述，我们认为：

- 1、从需求方面，整体上用户规模、使用时长均趋于饱和，人均消费提升将是需求端主要驱动力，但预计增速较为缓慢，在短期内无法跨越式的增长，因此对 2019 年下半年板块的估值提升作用有限；
- 2、供给端的政策方面，纵观过去几年的行业监管政策变化，我们认为其思路脉络均承袭于 2017 年 10 月的党的《十九大报告》。其中对于文化事业的主要论述包括：
 - 1) 要牢牢掌握意识形态工作领导权，具体工作包括要高度重视传播手段建设和创新、加强互联网内容建设；
 - 2) 与中华优秀传统文化相结合；
 - 3) 文艺创作要思想精深、艺术精湛、制作精良，要加强现实题材创作；
 - 4) 要文化自信，以我为主，兼收并蓄。推进国际传播能力建设、讲好中国故事，展现真实、立体、全面的中国，提高国家文化软实力

《十九大报告》对我国的文化事业做出了高屋建瓴的规划，自此之后，行业监管趋严，众多乱象消失，并涌现出众多优秀的作品：

- 1) 游戏版号总量控制，低俗、暴力、色情的游戏无法获得商业运营资格；
- 2) 图书出版行业书号收紧；
- 3) 影视行业税收整顿，限制明星薪酬，引导影视制作成本结构变化，把制作的成本更多地往导演、编剧、服化道上倾斜，提升内容的质量；
- 4) 古装剧播出受限，优秀的现实主义题材电视剧和电影纷纷涌现；
- 5) 国家电影局成立，归属中宣部管辖，将电影作为“讲好中国故事”的重要方式；
- 6) 游戏主管部门归属中宣部出版局，同样是推进国际传播能力建设、提高文化软实力的体现

因此，我们在理解政策变化和监管思路时，回归到《十九大报告》中的关于文化领域的论述是基础。在论述中尤其强调的是要“牢牢掌握意识形态工作领导权。高度重视传播手段建设和创新，提高新闻舆论传播力、引导力、影响力、公信力。加强互联网内容建设，建立网络综合治理体系，营造清朗的网络空间。”

围绕这一点，我们可以看到 2018 年以来我国的主流媒体建设、媒体融合推进进程明显加快。总书记也在 2019 年 3 月 16 日出版的《求是》杂志发表《加快推动媒体融合发展、构建全媒体传播格局》讲话，指出“推动媒体融合发展、建设全媒体成为我们面临的一项紧迫课题。要运用信息革命成果，推动媒体融合向纵深发展，做大做强主流舆论。”通过建设“全程媒体、全息媒体、全员媒体、全效媒体”，提升主流媒体的舆论影响力，占据传播高地。

我们认为在构建全媒体传播格局中，传统文化国企对政策的理解更加深入，对内容尺度上的把握更具有权威性，如以人民网为代表的中央媒体、以东方明珠、广电网络为代表的广电运营商、以中视传媒为代表的央媒背景公司等，均有望在本轮媒体改革和主流媒体建设过程中，分别在内容审核、平台整合、渠道建设方面迎来新机遇，承担更重要的职责，也有望以此为契机贡献业绩增量。因此需紧密关注主流媒体在此方面的进展以及相关的投资机会。

3、供给端的技术方面，技术的进步以及伴随的终端设备的更新是推动传媒行业发展的根本动力，目前我国以 5G、云计算和人工智能为代表的基层技术发展已进入快车道，物联网、VR/AR、折叠屏手机等新的终端也纷纷出现，从而衍生出众多崭新的应用场景和商业模式，开拓新的蓝海。

从时间上看，工信部规划我国最快于 2020 年推出 5G 商用，但 2019 年以来，5G 建设进程较快，大规模组网已在部分城市和热点地区率先实现，5G 的商用或将早于工信部规划。

因此 2019 年下半年，我们要紧密关注技术层面的变化，5G 手机、平板电脑等设备或将陆续大规模投放市场，从而在底层通信网络和设备更新上为传媒行业发展提供基础，并将刺激云计算、人工智能、物联网等的发展，为传媒行业打开新的增长空间，带来全新的用户群体，提高行业成长性，并有望提升板块的估值中枢。

下半年各细分领域展望

游戏：景气度较高，新游有望带动业绩增长；新游戏模式有望提升估值中枢

建议积极关注，主要逻辑有：

1、基本面上看，政策层面，游戏版号发放稳步推进。进口游戏版号开始发放，如游族网络的《权力的游戏》（4 月 2 日，广电总局发布“2019 年进口网络游戏审批信息”，根据热门美剧《权力的游戏》改编的游戏《权力的游戏：凛冬将至》过审）；业绩层面，从游戏板块龙头公司披露的 2018 年业绩来看，大多有较好表现，考虑到 2018 年新品上线停滞，显示市场需求仍较为旺盛。《完美世界》3 月初公测后迅速登上畅销榜榜首，也是例证（据完美世界 2018 年年报披露，《完美世界》手游正式上线 12 小时新增用户突破 260 万人，首日即达到当日 iOS 免费榜第一，上线四日取得 iOS 免费榜、畅销榜双榜第一的成绩）。随着版号发放，后续各厂商陆续将有新作推出，我们预计将在 Q2 和下半年业绩中显现；

2、从估值中枢上看，我们预计随着 5G 的推进，云计算和 VR/AR 等技术的应用，新的游戏模式的探索将持续涌现，如云游戏、VR/AR 游戏（2019 年 4 月 11 日腾讯发布的《一起来捉妖》是 AR 游戏的代表，市场反响良好）等，板块估值中枢将有望继续提升。

标的上建议关注新作表现优异的完美世界、进口版号发放的游族网络等。

出版：基本面向上，具备良好防御属性，关注板块配置价值

建议积极关注，主要逻辑有：

- 1、主业增长，成本压力缓解。学生数量进入上行周期，学生数量增长和学生结构成为教材教辅增长基础；2018年下半年以来纸价触顶回落，有望缓解出版业务成本压力，毛利率有望得到提升。
- 2、出版公司业绩稳健增长，资产质地扎实，分红率均保持稳定或有所提升，部分公司如中南传媒、凤凰传媒等股息率达到4%-5%（以2018年报分红水平和2019/5/10收盘价衡量），具备良好防御属性，关注板块配置价值。

标的上建议关注业绩高增长的凤凰传媒、股息收益可观的中南传媒、相对低估的山东出版和新华文轩。

广电：重视“融媒体建设+国网整合+5G”带来的主题性投资机会

广电行业存在主题性投资机会，建议积极关注：

- 1、广电行业作为重要的意识形态阵地，国家对其的重视将持续加强，在构建“全程媒体、全息媒体、全员媒体、全效媒体”的过程中，广电系将扮演重要地位；
- 2、在2019年1月9日召开的中国广电2019年度工作会议上，国网公司董事长赵景春强调，要以“智慧广电”战略为主线，推动“全国一网”整合发展，今年基本完成“全国一网”股份公司组建，全国广电网络整合，规模化后有助于提升竞争力；
- 3、19年广电业有望获得5G牌照，在5G背景下，凭借其良好的政府关系、较安全的网络以及在广电领域的经验及人才优势，以建设智慧广电为战略主线，通过参与政府专网建设、智慧城市、融媒体建设等，推动广电由渠道商向综合网络服务平台升级，有望培育新增长动能，释放业绩弹性。

标的上建议关注智慧广电建设领先全国的贵广网络、积极向融合网络媒体服务商转型的广电网络等。

视频：在线视频行业保持高景气度，内容制作行业仍处调整，关注芒果超媒

2018年至今视频行业发生较大变动，台网内容审核标准整体趋于一致，明星艺人薪酬虚高、收视率造假、流量点击率造假等乱象正在逐步得以规范。目前内容制作行业仍处调整之中。

在线视频平台维持高景气度，平台间竞争进入下半场，竞争重点由流量和用户规模转向自制内容和付费会员，根据爱奇艺、腾讯、芒果超媒披露的财报，爱奇艺、腾讯视频2018三季度末会员规模均超8000万，芒果TV2018年末会员规模超1000万，自制内容质量和重要性显著提升，内容定价权进一步转向视频平台，19年行业层面亏损有望收窄。

标的上建议关注同时具备内容制作能力和自有平台的芒果超媒。

电影及院线：行业调整期，下半年或将继续承压

1、电影方面，我们预计2019年全国电影票房将与2018年保持相近水平，实现高增长可能性较小。

- 1) 2019年以来电影市场表现较为冷淡。根据猫眼专业版数据，2019年1-4月票房215.86亿元（扣除服务费），同比下降约4%。电影市场走势不及预期在春节档已有所体现。我们认为主要由于：优质国产内容减少。一方面由于观众的欣赏水平提升，对于国产片的质量要求提升；一方面由于2018年以来制片业监管趋严，如税收整顿、薪酬限制等，生产能力有所下滑。从下半年的定档国产电影来看，整体阵容并不出挑。我们认为国产片市场将经历一段时间的阵痛期，或将对全年票房增长带来压力。我们预计国产内容供给改善将会在2019年年末及2020年出现；
- 2) 进口片方面，从现在披露出的2019年待引进进口片来看，我们认为2019年的待引进进口片质量要优于2018年，其中漫改电影和系列作续集居多，我们预计其票房稳定性均能有一定保障。同时为了支撑市场增长，主管部门有望在引进数量和定档时间上给予进口片更多的倾斜。

2、院线方面，根据国家电影局统计，至2018年底我国银幕总数已达到60,079张，同比增长约18.3%，相对仍处于高位。由于我们预计2019年的整体票房增速一般，因此各影院的单银幕产出或将继续下滑，使毛利率承压，压制板块估值中枢。

标的上，建议关注拥有进口片发行牌照的中国电影，有望受益进口片的表现，同时其制片业务有望有超预期表现；以及完成收购万达影视的万达电影，其作为市场龙头，各项运营指标市场领先，且非票房收入占比较高，一定程度上能对冲放映业务的压力。

营销：宏观经济波动，广告市场整体承压，关注广告出海等细分领域

2019年广告主对整体经济市场的信心波动，预计广告市场全年整体承压。CTR统计，一季度广告市场整体下滑11.2%。国内移动互联网红利渐入尾声，移动流量见顶，国内企业出海推广需求强烈，广告出海等细分领域快速增长。此外，前期大额并购产生的减值风险基本在2018年充分释放，具备核心客户资源和全面技术实力的龙头公司有望展现业绩弹性。

标的上关注具备Google/Facebook核心代理资源、出海业务快速增长的蓝色光标；以及资产减值风险基本释放的省广集团。

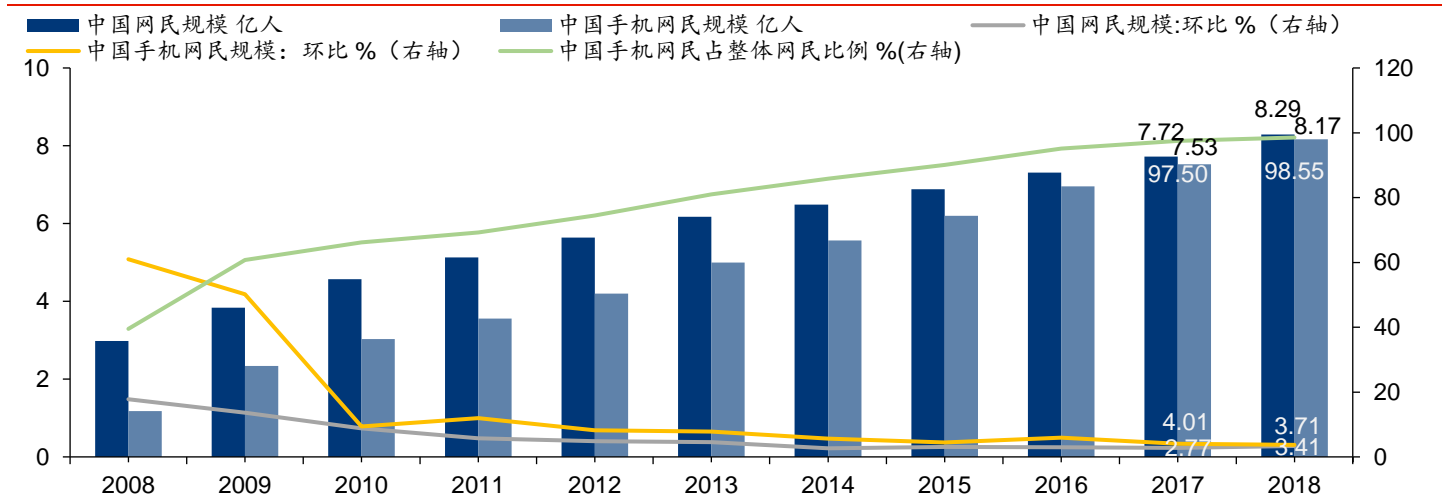
需求端：用户规模、时间增量有限，消费提升将是主要驱动力

我们将文娱产业的消费需求归纳为：用户规模×用户时间×消费预算。一方面，随着互联网的快速普及，人口红利逐渐消失，用户规模增速趋缓，用户增长方向正在向低幼人群、银发人群等未触网人群转移；另一方面，随着移动互联网的快速渗透，移动应用崛起并占领各类生活场景，用户使用习惯得到开发，人均单日互联网使用时长高企，时长增长空间逐渐收窄。我们认为，短期来看，下沉市场、年龄段两极市场仍存在一定的需求增量，未来主要的长期驱动力则来自于消费预算的增加。提高用户使用深度、丰富流量变现手段、增强付费意愿及付费能力将是行业成长的关键。

用户规模：移动互联网渗透率达 98.6%，年龄段两端仍有增长空间

网络覆盖率、移动互联网渗透率维持低速增长。根据中国互联网络信息中心（CNNIC）的统计，从总量上看，截至2018年12月，我国网民数量达到8.29亿人，占居民总数的59.4%，其中移动互联网用户达7.88亿人，渗透率为98.55%；从增速上看，自2014年以来我国网络用户规模基本步入低速增长区间，2018年我国网民数量、移动网民数量分别环比增加3.41%、3.71pct，移动互联网渗透率提升1.05pct。

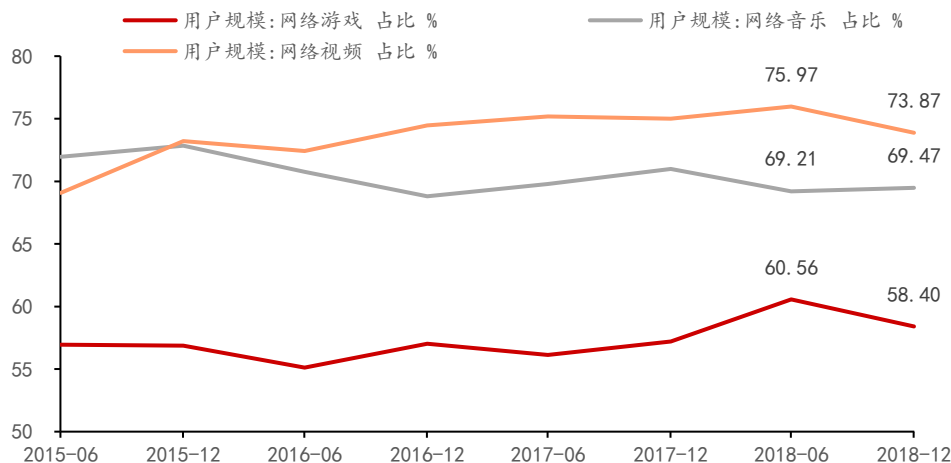
图表11：中国网民及手机网民规模增速放缓



资料来源：中国互联网络信息中心，华泰证券研究所

2018年H2娱乐应用渗透率较2018年H1增长乏力，提升空间有限。自2015年H1以来，游戏、音乐、视频等核心娱乐应用在用户中的渗透率维持稳定，根据CNNIC统计，截至2018年年底游戏、音乐、视频等应用的用户占比分别为58.40%、69.47%、73.87%，较2018年H1变化-2.17%、0.27%、-2.11pct。总体来看，随着用户规模逐渐饱和、互联网竞争格局分化，细分领域在用户占领上趋于乏力，渗透率的提升空间较为有限。

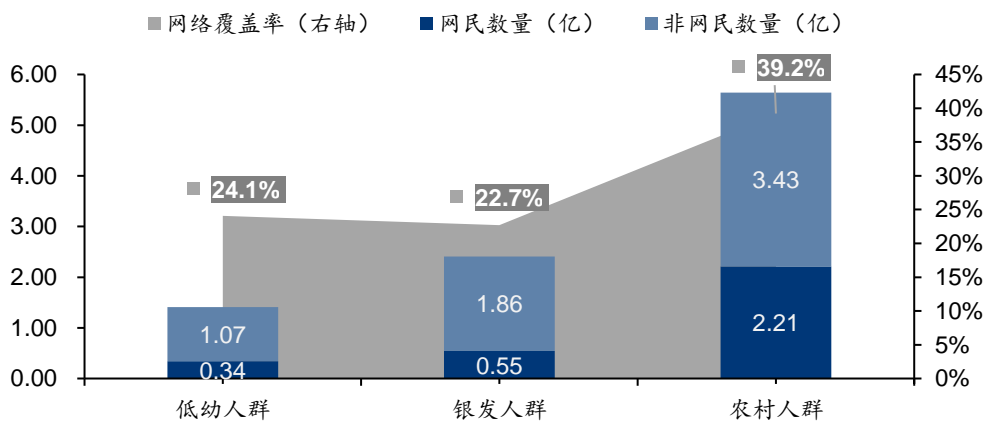
图表12： 2015年6月至今各细分市场用户规模占整体规模的比例



资料来源:中国互联网络信息中心、华泰证券研究所

低幼、银发、乡村市场存在一定程度的未饱和，增长方向向年龄段两端迁移。根据腾讯研究院的统计，在我国低幼、银发及农村人群中依然存在网络覆盖的未饱和市场。以60岁以上的银发人群为例，2018年我国银发人口达到2.41亿，其中未触网的人口有1.86亿之多。2018年我国低幼、银发、农村人群的网络覆盖率分别为24.1%、22.7%、39.2%，相较于全国网络覆盖率59.4%仍具备增长空间。根据CNNIC的统计，2018年我国网民呈现出了年龄段两端的加速增长趋势，占网民总数比例最小的10岁以下人群、60岁以上人群增长最快，2018年H2较2018年H1增速分别为17.7%、33.7%，10岁-30岁的网民规模皆较2018年H1负增长。

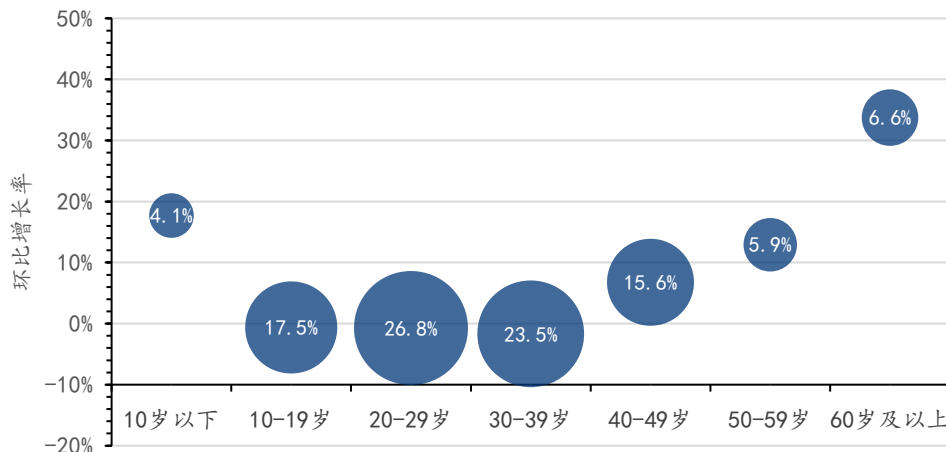
图表13： 2018年中国低幼人群、银发人群、乡村人群网民数量及覆盖率



资料来源:企鹅智库, 国家统计局, CNNIC, 华泰证券研究所

备注: 低幼人群为年龄小于10岁的人群, 银发人群为年龄大于60岁的人群。

图表14：截止2018年12月我国各年龄段网民规模占比及较2018年H1增速



资料来源：CNNIC，华泰证券研究所

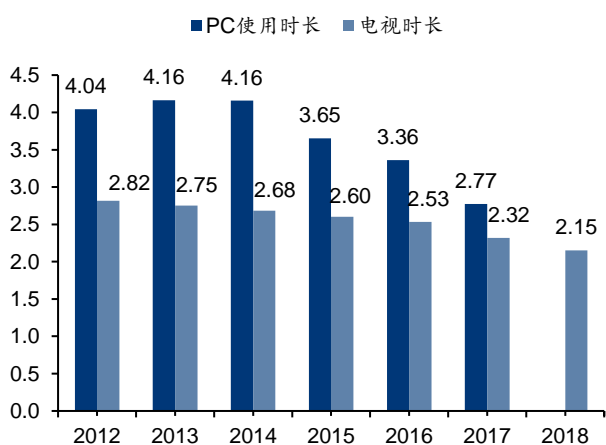
备注：纵坐标为网民规模环比增长率，气泡大小为占总网民规模的比例

用户时间：移动网络使用时长仍有增长，下沉市场构成主要贡献

对于娱乐消费而言，时间是市场容量的主要衡量指标。以文娱活动载体划分，主要可分配在PC端、电视端、移动端。我们在报告《关注教育出版标的及优质内容龙头-传媒行业2019年投资策略》中作出了统计与分析。

PC端、电视端用户时长继续收窄。根据CNNIC，2017年我国人均PC使用时长已降低至2.77小时/天。根据《中国电视收视年鉴》，2018年我国人均电视收视时长为129分钟/天，同比减少10分钟，若以收视年龄段划分，仅65岁以上人群呈现出了日均收视时长的增长。

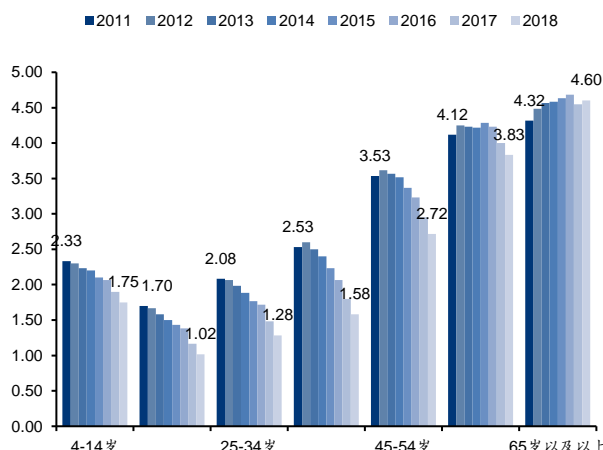
图表15：2012-2018PC端、电视端用户时长变化趋势（单位：小时/天）



资料来源：中国互联网络信息中心、华泰证券研究所

备注：2018年PC端人均单日使用时长未披露

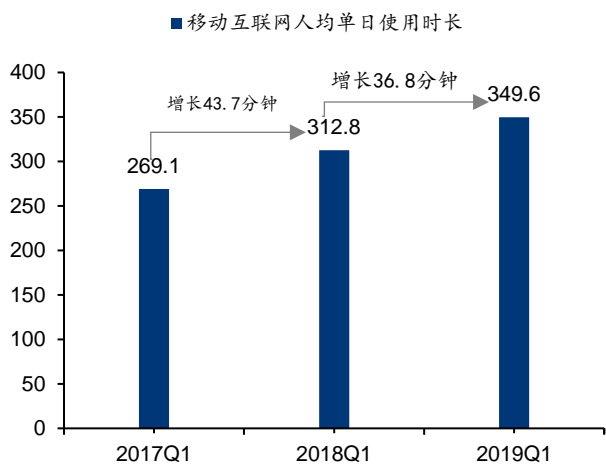
图表16：2011-2018各电视收视人群人均收视时长（单位：小时/天）



资料来源：《中国电视收视年鉴》、华泰证券研究所

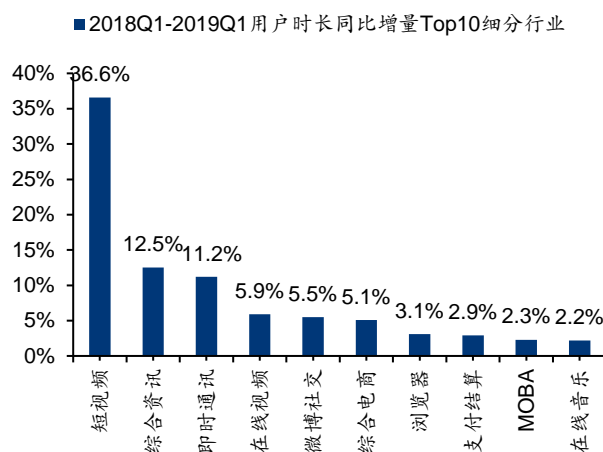
移动端使用时长仍有增长，主要由短视频带动。根据QuestMobile的统计，2019年Q1我国移动互联网人均使用时长达349.6分钟/天，同比增长36.8分钟，移动互联网的使用仍在持续深化。2018Q1-2019Q1主要带动增长的细分行业为短视频，其贡献了总用户时长同比增量的36.6%。

图表17: 2017-2019 中国移动互联网人均单日使用时长 (单位: 分钟)



资料来源: QuestMobile、华泰证券研究所

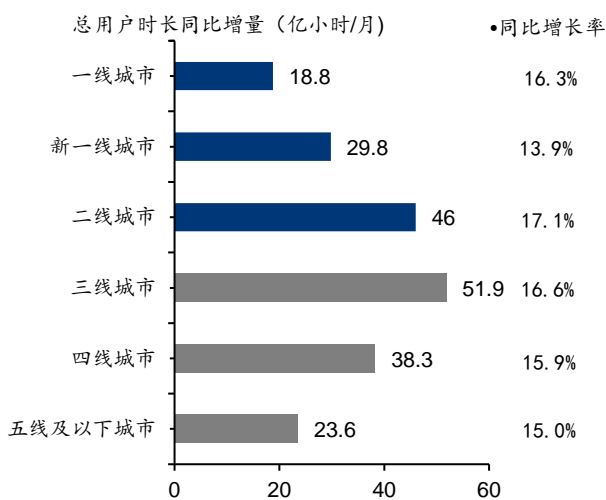
图表18: 2018Q1-2019Q1 用户时长增量贡献度较大的 Top10 细分行业



资料来源: QuestMobile、华泰证券研究所

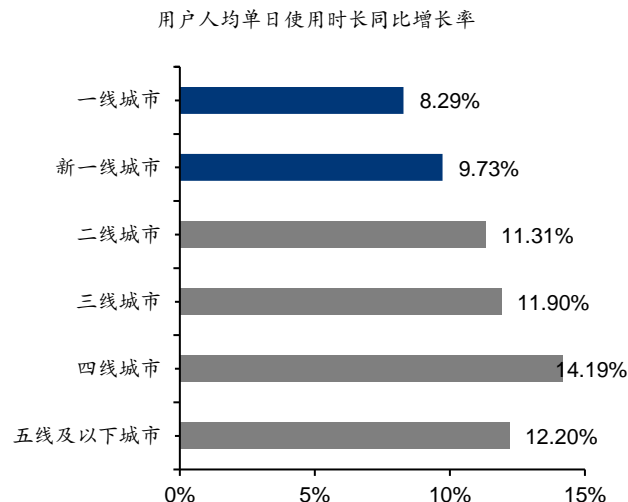
从结构上看, 下沉市场贡献主要人均移动互联网时长增量, 低线城市用户单日使用时长增速更快。根据 QuestMobile 的统计, 从移动互联网的使用分布 (按地区划分) 上看, 下沉市场的用户贡献了大部分的用户时长增量, 19Q1 三线及以下城市的用户总使用时长同比增加 113.8 亿小时/月, 占全体用户同比增量的 54.6%。从增速上看, 非一线城市的用户人均单日使用时长增长率明显高于 (新) 一线城市, 二线、三线、四线、五线及以下城市人均单日移动互联网使用时长 19Q1 分别实现了 11.31%、11.9%、14.19%、12.20% 的同比提升, 以四线城市增长最快。

图表19: 2019Q1 移动互联网总时长同比增量及 YOY



资料来源: QuestMobile、华泰证券研究所

图表20: 2019Q1 移动互联网人均单日使用时长同比增长率



资料来源: QuestMobile、华泰证券研究所

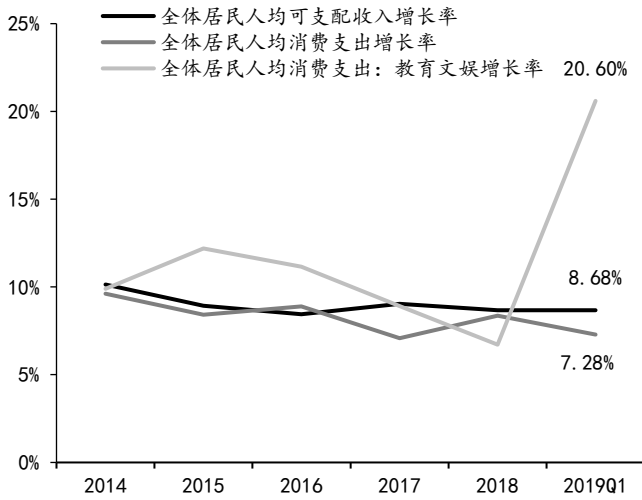
备注: 人均单日使用时长同比增长率 = (1 + 总用户时长同比增长率) / (1 + 用户规模同比增长率) - 1

消费预算: 一季度教育文娱消费提振, 农村市场仍具备较大增长潜力

基于以上分析, 我们认为用户规模、用户时长增量有限, 用户消费预算、付费习惯将继续成为文娱行业未来的主要增长点。目前来看, 居民文娱消费需求的提振能够为行业成长提供短期的动能, 而提高用户粘性、开发使用深度则有望长期拉动需求、促进消费增长。从城乡结构上看, 我国农村用户的文娱消费习惯正在逐渐培育, 消费水平有望向城镇靠近, 具备较大的增长潜力。

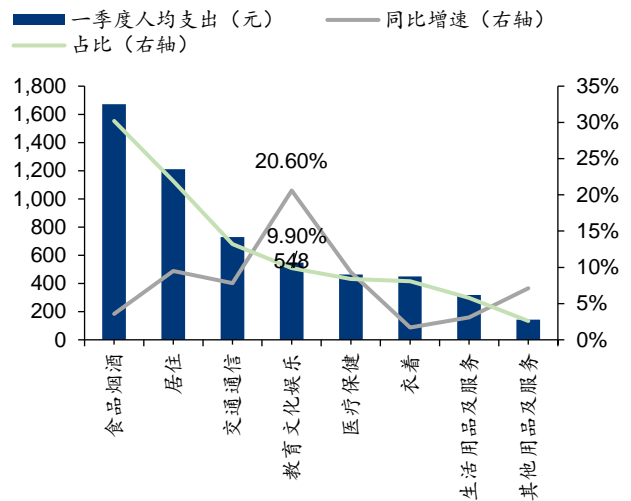
一季度教育文娱支出提振，同比增速领跑全行业。根据国家统计局发布的2019年1季度居民收入和消费支出数据，2019Q1我国全体居民人均可支配收入、人均消费支出增长率企稳，分别为8.68%、7.28%，教育文娱消费需求存在较大的提振，一季度人均教育文娱支出548元，占总消费支出比例为9.9%，同比增长20.6%，增速高于全行业。

图表21： 2019Q1 教育文娱消费支出提振（单位：分钟）



资料来源：国家统计局、华泰证券研究所

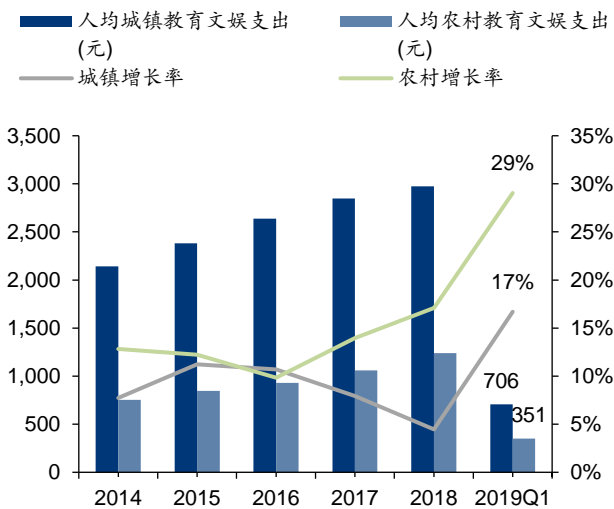
图表22： 2019年Q1 教育文娱占总消费支出9.9%，增速领跑全行业



资料来源：国家统计局、华泰证券研究所

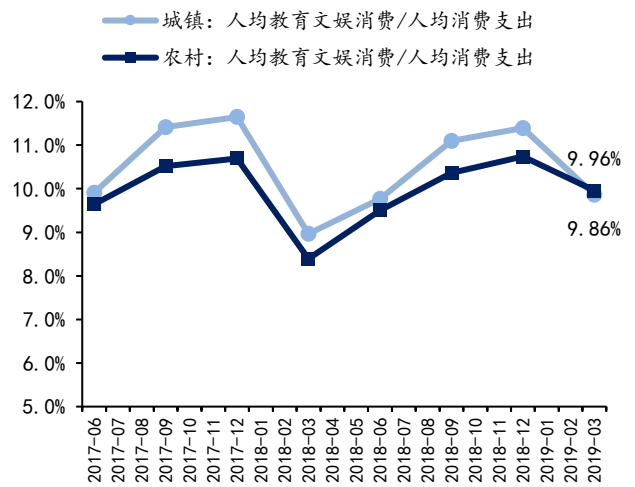
城乡教育文娱支出均有较大改善，农村消费习惯正逐渐赶超。从消费规模上看，2019年一季度我国城镇人均教育文娱支出706元，同比增长17%，农村人均教育文娱支出351元，同比增长29%，均呈现出较大幅度的改善。农村文娱消费增长率远高于城镇，但以消费水平绝对值进行比较，二者仍存在较大差距。从消费习惯上看，农村用户存在一定的赶超趋势，我国2019Q1农村人均教育文娱消费/人均消费支出为9.96%，同期城镇人均教育文娱支出/人均消费支出为9.86%，单季度农村文娱消费倾向已略高于城镇。若农村教育文娱消费比例的全年水平与城镇持平，则能够带动整体文化娱乐产业总量增长15%左右。

图表23： 2019Q1 教育文娱消费支出提振（单位：分钟）



资料来源：国家统计局、华泰证券研究所

图表24： 2019年Q1 教育文娱占总消费支出9.9%，增速领跑全行业



资料来源：国家统计局、华泰证券研究所

政策：主流媒体建设加速，文化国企有望迎来新机遇

纵观近年行业政策变化，我们认为脉络均承袭于《十九大报告》，其中强调的重点是“要牢牢掌握意识形态工作领导权，高度重视传播手段建设和创新，提高新闻舆论传播力、引导力、影响力、公信力。”

2018年以来我国的主流媒体建设、媒体融合推进进程明显加快，传统媒体和新兴媒体要在内容、渠道、平台、经营、管理等多方面的深度融合。我们认为在此过程中，文化国企对政策理解更深入，对内容尺度的把握更权威，有望在内容审核、平台整合、渠道建设方面迎来新机遇，并以此为契机贡献业绩增量。紧密关注主流媒体在此方面的进展以及相关的投资机会。

主流媒体建设内涵不断明确，重视移动与新技术应用，掌握舆论主导权

图表25：媒体改革相关政策一览

时间	政策
2014年8月	《关于推动传统媒体和新兴媒体融合发展的指导意见》
2016年7月	《关于进一步加快广播电视媒体与新兴媒体融合发展的意见》提出力争两年内，广播电视媒体与新兴媒体融合发展在局部区域取得突破性进展。
2018年8月	习近平总书记在全国宣传思想工作会议上指出，“要扎实抓好县级融媒体中心建设，更好引导群众、服务群众。”
2018年9月	中宣部召开县级融媒体中心建设现场推进会，对在全国范围推进县级融媒体中心建设做出部署安排，要求2020年底基本实现在全国全覆盖，2018年先行启动600个县级融媒体中心建设。
2018年11月	中央全面深化改革委员会第五次会议审议并通过了《关于加强县级融媒体中心建设的意见》
2019年1月	中共中央宣传部和国家广播电视总局联合发布《县级融媒体中心建设规范》
2019年2月	“媒体深度融合工作推进会”在京召开，中宣部部长黄坤明继续明确要做大做强主流舆论，更强调了要加快中央媒体融合的发展步伐，着力构建从中央到省市县的全媒体传播矩阵。

资料来源：人民网、华泰证券研究所

传统媒体与新兴媒体要在内容、渠道、平台、经营、管理各方面深度融合

2014年8月，习近平总书记在中央全面深化改革领导小组第四次会议上首次提出媒体融合。“推动传统媒体和新兴媒体融合发展，要遵循新闻传播规律和新兴媒体发展规律，强化互联网思维，坚持传统媒体和新兴媒体优势互补、一体发展，坚持先进技术为支撑、内容建设为根本，推动传统媒体和新兴媒体在内容、渠道、平台、经营、管理等方面的深度融合。”2014年以来多部委出台相关政策引导和推动媒体融合发展，对媒体融合进行全面部署。

新闻舆论要加强传播力、引导力、影响力、公信力

2016年2月，习近平总书记在北京主持召开党的新闻舆论工作座谈会并发表重要讲话。习总书记的重要讲话强调切实提高新闻舆论的传播力、引导力、影响力、公信力。

新闻舆论工作的职责和使命是“高举旗帜、引领导向，围绕中心、服务大局，团结人民、鼓舞士气，成风化人、凝心聚力，澄清谬误、明辨是非，联接中外、沟通世界”，巩固壮大主流舆论。

十九大报告进一步明确要牢牢掌握意识形态工作领导权

2017 年 10 月，十九大报告针对文化领域，提出要坚定文化自信，推动社会主义文化繁荣兴盛。一是牢牢掌握意识形态工作领导权；二是培育和践行社会主义核心价值观；三是加强思想道德建设；四是繁荣发展社会主义文艺；五是推动文化事业和文化产业发展。

要牢牢掌握意识形态工作领导权。坚持正确舆论导向，高度重视传播手段建设和创新，提高新闻舆论传播力、引导力、影响力、公信力。加强互联网内容建设，建立网络综合治理体系，营造清朗的网络空间。落实意识形态工作责任制，加强阵地建设和管理，注意区分政治原则问题、思想认识问题、学术观点问题，旗帜鲜明反对和抵制各种错误观点。

运用科技手段，推动媒体融合向纵深发展，做大做强主流舆论

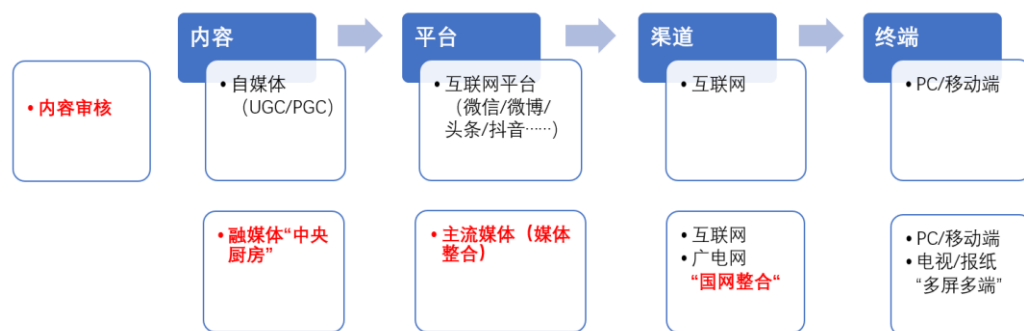
2019 年 1 月 25 日，中共中央政治局在人民日报社就全媒体时代和媒体融合发展举行第十二次集体学习。习近平总书记发表《加快推动媒体融合发展、构建全媒体传播格局》讲话，并于 3 月 16 日出版的第 6 期《求是》杂志发表。

加快推动媒体融合，要坚持一体化发展方向，加快从相加阶段迈向相融阶段，打造一批具有强大影响力、竞争力的新型主流媒体；要坚持移动优先策略，借助移动互联网，占据传播制高点；要探索人工智能等先进技术的应用，提高新闻生产全流程效率。

使主流媒体具有强大传播力、引导力、影响力、公信力，扩大主流价值影响力版图，牢牢掌握舆论场主动权和主导权。

加强主流媒体建设从内容、平台、渠道多方向着手

图表26： 媒体建设总体思路



资料来源:华泰证券研究所

内容生产层面：打造融媒体“中央厨房”，打通全渠道内容生产

融媒体，即融合媒体，指广播、电视、报刊等与基于互联网的新兴媒体有效结合，借助于多样化的传播渠道和形式，将新闻资讯等广泛传播给受众，实现资源通融、内容兼融、宣传互融的新型媒体。包含省市级融媒体和县级融媒体 2 个层次。

省级融媒体

近年来，以省级广播电视为代表的传统主流媒体积极投身媒体融合发展，不断探索融合发展路径，大力发展新媒体业务，基于各自体制机制纷纷打造“中央厨房”。融媒体中心“中央厨房”，是一种集媒体策划、采访、制作、播发等多种功能于一身的多媒体综合平台，它既是融媒体采编发系统当中的硬件基础和技术平台，也是大脑和神经中枢。

根据中国新闻出版研究院课题组调研，截止2018年，18家中央媒体几乎都建有功能完善的“中央厨房”或“全媒体中心”，如人民日报“中央厨房”、新华社融媒体中心、光明日报融媒体中心、中国青年报“融媒小厨”等；60多家省级主流媒体（报业集团、广播电视台）80%都建有“中央厨房”，如浙江日报报业集团“媒立方”、大众报业集团“中央厨房”、重庆日报报业集团“中央厨房”、湖北广电集团“长江云”、天津“津云平台”等；400多家地市报中，30%左右搭建了功能完善的“中央厨房”，50%的地市级报则构建了类似于“中央厨房”的“全媒体中心”，如珠海报业集团“融媒体中心”、温州日报报业集团“融媒体中心”、苏州日报报业集团“中央厨房”等。

2018年9月，中宣部召开县级融媒体中心建设现场推进会，对在全国范围推进县级融媒体中心建设做出部署安排，2018年先行启动600个县级融媒体中心建设，要求2020年底基本实现在全国全覆盖。

县级融媒体

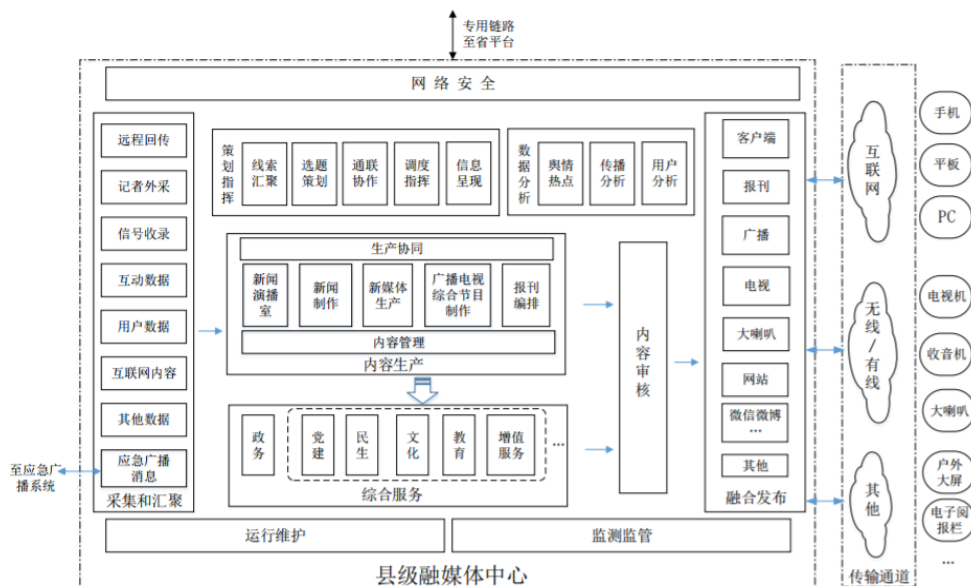
整合县级广播电视、报刊、新媒体等资源，开展媒体服务、党建服务、政务服务、公共服务、增值服务等业务的融合媒体平台。系统架构由采集和汇聚、内容生产、综合服务、策划指挥、数据分析、内容审核、融合发布、网络安全、运行维护和监测监管等部分组成。

县级融媒体中心应整合县级媒体资源，巩固壮大主流思想舆论，不断提高县级媒体传播力、引导力、影响力、公信力，总体要求：

- a)移动优先：**利用移动传播技术，形成渠道丰富、覆盖广泛、传播有效、可管可控的移动传播矩阵；
- b)践行“媒体+”理念：**从单纯的新闻宣传向公共服务领域拓展，增强互动性，从单向传播向多元互动传播延伸，将媒体与政务、服务等业务相结合，提供多样化综合服务，满足用户多样化的需求，开展“媒体+政务”、“媒体+服务”等业务；
- c)开展综合服务业务：**面向用户提供政务服务、生活服务、社交传播、教育培训等服务。

县级融媒体同时具备内容生产能力和内容监管能力，可以完成统一的信息采集，音频、视频、图文等多种媒体格式的内容编辑和格式适配，并面向多渠道、多种终端发布；还具备内容的监管能力，既可以对生产过程和发布进行多级审核，又可以对自有渠道和第三方渠道进行渠道管理，实现对不合规内容的撤回；此外还应支持与宣传管理部门对接，接受管理和指导。

图表27： 县级融媒体中心架构



资料来源：《县级融媒体中心建设规范》、华泰证券研究所

内容审核层面：内容监管趋严，催生第三方审核需求，国有媒体担当主力军

我国的网络内容监管与互联网环境的特殊性，源于发展需求与安全需求的价值矛盾。政府必须通过行之有效的行政监管，在尽可能发挥互联网对于促进经济增长，改革创新等积极作用的同时，将其对社会稳定、国家安全的负面影响控制到最低。

根据腾讯研究院的报告《中国互联网监管 20 年》，我国的互联网内容监管历史可以分为 4 个阶段：

- 1. 监管的引入和奠基阶段（1994-1999）。**我国对国际互联网进行全功能接入，互联网监管也同步引入，四个主要的**互联网络主管单位**（邮电部、电子部、教育委员会、中科院）以及**公安部**则作为管理主体直接负责接入管理和内容管理。
- 2. 监管体系全面建立阶段（2000-2007）。**宽带建设如火如荼，网络融入社会生活。2001 年重建“**国家信息化领导小组**”，将原国务院小组提升至中央，2003 年在国家信息化领导小组之下成立了**国家网络与信息安全协调小组**，进一步加强了中央对于互联网监管的领导协调。至此，以**信息产业部、公安部**以及**内容主管部门**为代表的监管主体地位确立和明晰，全面监管体系逐步建立。
- 3. 监管的优化与扩展阶段（2008~2012）。**网络基础设施投资力度加强，网民数量激增。“**三驾马车**”的互联网管理体制确立：**国家互联网信息办公室**主管互联网信息内容，负责跨部门协调，处于总牵头地位；**工业和信息化部**负责互联网行业管理；**公安部**负责防范和打击互联网上违法犯罪活动。
- 4. 监管的重构与升级阶段（2013 年至今）。**实体经济进入新常态，互联网对于培育实体经济发展、重塑服务模式、变革生产方式发挥着重要的作用。2014 年 2 月，**中央网络安全和信息化领导小组**成立，同年国务院对国家互联网信息办公室作出职能授权。网信部门作为网络安全与信息化的统筹协调地位得到确立，网络安全正式作为国家战略提出，我国网络监管进入重构升级阶段。

2018 年以来，随着内容监管体系的逐渐成熟，监管力度随之提高，监管案例密集发生：

图表28： 2018年以来我国网络内容监管案例

时间	相关事件
2018年1月	微博热搜榜、热门话题榜、微博问答功能、广场头条栏目等多个板块下线一周进行整改
2018年2月	直播问答“百万赢家”等因提问规范性被责令整改
2018年3月	问答社区知乎，因为平台管理不严、传播违法违规信息，被北京网信办要求下架一周
2018年4月	快手、火山小视频、今日头条、凤凰新闻、网易新闻和天天快报被网信办责令整改，内涵段子被永久关停
2018年5月	暴走漫画被北京市网信办、市新闻出版广电局、市公安局、市文化市场行政执法总队依法联合约谈，随后被多个平台封禁账号
2018年6月	美拍被国家网信办会同广电总局、文化和旅游部、属地网信办依法依规联合约谈，进行全面整改
2018年7月	抖音、搜狗被北京网信办约谈，启动专项整改
2018年10月	全国“扫黄打非”办公室和国家新闻出版署就微信公众号传播淫秽色情和低俗网络小说问题约谈了腾讯公司
2018年11月	网络视听内容审查新规出台，网络电视剧、网络大电影和网络动画的剧本和成片都必须交由省级广电局审核，网剧网大监管趋严
2018年12月	网络游戏道德委员会成立，并对首批20款存在道德风险的网络游戏进行了评议
2019年4月	天津网信办依法约谈汉华易美（视觉中国子公司），最终对其处以人民币30万罚款；北京网信办依法约谈新浪，博客、看点下线整改

资料来源：文化产业评论，华泰证券研究所

内容监管趋严催生了对内容审核的需求，尤其对于中小型网络媒体而言，一方面，监管政策利剑高悬，对于违法违规及不良内容的识别处理能力决定了企业的生命力；另一方面，行业尚无确定性标准，政策演化尚未落定，审查工作对于专业性、权威性要求较高，AI审查效果难以尽如人意，而人工审查又将产生高昂成本。因此，第三方内容审核应运而生，鉴于文化国企在内容合规领域的丰富经验、对于政策意涵的深刻洞察，以人民网为代表的国有媒体成为第三方内容审核的较优主体。

2018年6月25日，在由人民网主办的“互联网内容风险管理研讨会”上，量子云、今日头条、梨视频、咪咕文化等企业与人民网“第三方内容审核平台”签约，成为首批入驻该平台的内容创业公司，根据人民网年报披露，同年人民网内容审核业务同增166%。2019年4月3日，中南传媒与猎豹移动在内容领域展开深度合作，全面负责猎豹文化旗下网络平台内容的监管管理。2019年4月26日，视觉中国发布年报称与人民网建立合作，提高内容质量与合规服务能力。我们认为，第三方内容审核业务需求仍然旺盛，传统国有媒体集团有望发挥对政策理解更加深入、对内容尺度把控更加权威的优势，在内容风控和审核业务具备广阔空间。

平台建设层面：媒体整合，强化平台影响力

2018年3月21日，中央电视台（中国国际电视台）、中央人民广播电台、中国国际广播电台，整合组建成为新的中央广播电视总台。前三者建制撤销，对内保留原呼号，对外统一为“中国之声”。新的中央广播电视总台的主要职责是加强和改进舆论监督、加强国际传播能力，讲好中国故事等。原中央电视台台长慎海雄任新组建的中央广播电视总台台长、党组书记。合并的三台作为国务院直属事业单位，归口中央宣传部领导。

此次改革，旨在加强党对重要舆论阵地的集中建设和管理，增强广播电视媒体整体实力和竞争力，推动广播电视媒体、新兴媒体融合发展。

渠道整合层面：推进广电全国一网整合，强化对于渠道的可管可控能力

对于广电行业而言，2018-2019年影响较大的政策为“全国一网”的推进。在台网分离、制播分离之前，广电行业是我国视频产业链的唯一集成者，而随着2005年以来IPTV、OTT TV等新型视频集成平台的出现，2009年以来“三网融合”政策允许广电与电信相互进入对方领域，民营制作力量、互联网视频平台的崛起，市场竞争加剧，广电行业竞争力渐弱。“全国一网”旨在整合各省分散的广电运营网络，推进全国一张网，让广电成为继三大电信运营商之外的“第四运营商”。

“全国一网”的广电网络新定位为：1) 讲政治、重导向的**新型媒体融合传输网**；2) 对海量节目和宣传文化资源进行深度开发、整合、再利用的**新型数字文化传播网**；3) 可提供专网服务的**数字经济基础网**；4) 安全可靠、可管可控、绿色互联的**国家战略资源网**。“全国一网”的建设可以分为以下几个阶段：

2009-2016 国网公司艰难成立：根据 2012 年底获批的国家广电网络公司组建方案，启动资金从 1000 亿下调至 45 亿元，既缺乏足够的资金支持，也不具备高于省网的行政任命；

2017-2018 积极推动网络整合：负责 700Mhz 频段运营的中国移动网络有限公司、全国性宽带综合业务运营商中国宽带运营有限公司分别成立，根据格兰研究发布的《2017 中国有线电视行业发展公报》，截止 2017 年底国网公司已与 9 家省级地方广电签署达成投资合作；

2018 以来战略意义进一步推升：广电网络成为国家主干网，中宣部入主网络整合工作，19 年 3 月国网与中信集团、阿里巴巴达成战略联盟，引入战略投资者的方案取得重要进展。

根据工信部，截止 2018 年我国双向网改覆盖率达 76.5%，标志着大部分的广电网络完成双向改造，具备了向网络运营商转型的能力。加之 2019 年 5G 商用有望落地，对于以大屏端为首的视频产业具有较大的积极影响，尽快完成“全国一网”股份有限公司的组建对于规范和促进 4K 超高清电视的发展具有较大的战略意义。我们认为，产业战略伙伴的加盟有望带来资源与业务协同，高级别领导小组的成立则有望持续赋予行政上的推动，2019 年“全国一网”的稳步进展下，主流媒体有望在大屏端逐步建立竞争优势，广电行业有望旗鼓重振。

文化国企有望迎来新机遇

我们认为，传统文化国企具有政治背景优势，对政策的理解更加深入，对内容尺度上的把握更具有权威性。以人民网为代表的中央媒体、以东方明珠、广电网络为代表的广电运营商、以中视传媒为代表的央媒背景公司，均有望在本轮媒体改革和主流媒体建设过程中，分别在内容审核、平台整合、渠道建设方面迎来新机遇，承担更重要的职责，也有望以此为契机贡献业绩增量。紧密关注主流媒体在此方面的进展以及相关的投资机会。

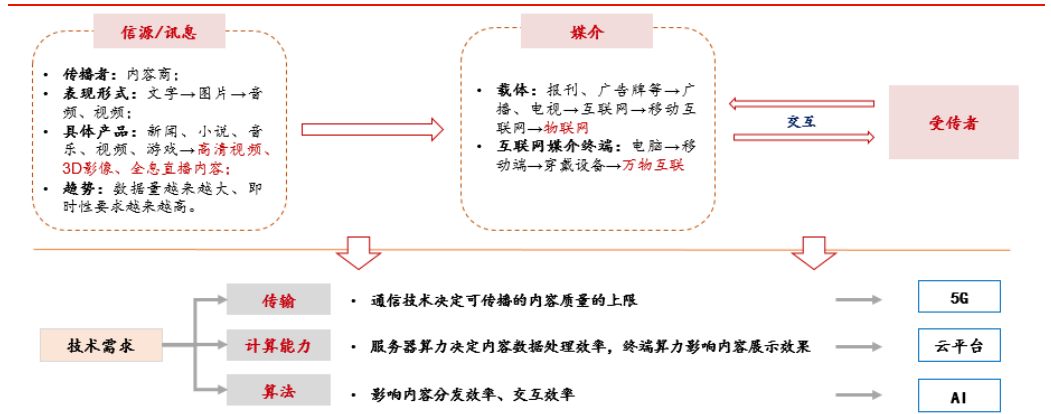
传媒行业的变革：新技术、新设备、新应用

基层技术是推动传媒行业变革的根本动力

以 5G、云计算和人工智能为代表的底层新技术进步将带动传播各个环节产生变革。根据美国传播学家哈罗德·拉斯韦尔在其著作《社会传播的结构与功能》中的定义，传播的主要环节包括“传播者将讯息通过媒介传输给受传者，受传者对接收的讯息进行反馈”。在实际生活中，传播者既包括个人也包括内容生产商（新闻、广告、音视频、游戏生产者等）；媒介主要包括纸质刊物、广播/电视、互联网/移动互联网等；受传者则主要是指广告受众和内容消费者。而技术的进步主要通过提升传输容量、数据处理能力、数据分发效率及交互模式来推动整个传媒行业的变革，同时还需要终端硬件设备的升级：

1. 5G 提升媒体信息传输能力：移动通信速率的提升和时延的降低将大幅增加移动网络容量，降低信息传输的成本，使得更高质量媒体信息能够在移动端得到广泛的使用，例如视频方面，现在的高清视频将向超高清视频、3D 影像、全息直播等方向发展；
2. 云计算提升信息处理能力：云平台提供了规模化、低成本的计算能力，使得在获得海量数据时能基于充足的服务器资源进行及时、高效的反馈，而边缘计算则满足了低时延的应用场景；
3. 人工智能提供算法方案：算法的进步（如应用在机器视觉、人脸识别等）让厂商能够精准地掌握信息的含义，例如：通过眼睛跟踪、生物特征等实时动态工具检测广告效果，这同时依赖于对海量样本数据处理能力的提升

图表29：信息的传播过程及技术需求



资料来源：华泰证券研究所

终端和硬件创新，拓宽媒介的内涵和边界

终端设备的发明或创新，也构成推动传媒行业变革的重要因素动力。如苹果手机的问世，开启了智能手机时代，结合通信网络从 2G 到 4G 的升级，移动互联网时代到来，传播的全环节发生了翻天覆地的变化，也造就了行业发展的黄金时间。

未来一段时间内，我们认为比较重要的终端和硬件创新主要包括：物联网时代的万物互联、VR/AR 设备以及折叠屏手机。

图表30： 物联网的三大应用方向



资料来源：中国信息通信研究院、华泰证券研究所

物联网：5G 广连接特征促进万物互联，万物皆媒介

消费物联网、行业物联网和智慧城市是物联网应用的三大方向，消费物联网的普及将大幅拓宽媒介的范畴。根据《物联网技术》(电子工业出版社 2010 年 9 月版，作者刘化君、刘传清)的定义，物联网技术是通过射频识别 (RFID)、红外感应器、全球定位系统、激光扫描器等信息传感设备，按约定的协议，将任何物品与互联网相连接，进行信息交换和通讯，以实现智能化识别、定位、追踪、监控和管理的一种网络技术。

从互联网的发展历程来看，物联网技术的核心和基础仍然是互联网技术，是在互联网技术基础上的延伸和扩展的一种网络技术，其用户端延伸和扩展到任何物品和物品之间，进行信息交换和通讯，实现万物互联。具体的应用场景可分为消费物联网、行业物联网和智慧城市。

消费级物联网的普及将使得传播链条中的内容、传播媒介和交互方式三个核心步骤都发生变革。例如可穿戴设备和智能家居的普及将丰富各厂商对消费者行为数据的抓取途径，有利于厂商更精准地捕获目标客户。另外，其同样可作为媒介向消费者传递信息，例如智能手表的新闻推送和其他内容的分发，车联网场景中娱乐内容的播放等。在交互方式上，典型的案例即是智能音箱，作为物联网的代表型产品，实现了人们从手动输入向语音输入的转变，提升了交互的效率。

VR/AR：5G、云计算+终端设备提升使用体验，应用场景广泛

5G 时代+云计算，有望促进 VR/AR 快速发展

根据中国信息通信研究院、华为、京东方联合发布的《2018 年虚拟(增强)现实白皮书》的定义，虚拟现实 (Virtual Reality) 和增强现实 (Augmented Reality) 是借助近眼显示、感知交互、渲染处理、网络传输和内容制作等新一代技术，构建身临其境与虚实融合沉浸体验所涉及的产品和服务。VR 通过封闭设备，在虚拟的世界获得沉浸式体验；AR 则是将虚拟信息“叠加”在现实世界上。与 VR 相比，AR 的交互性更强。目前，VR/AR 技术正逐步并广泛地应用于娱乐、传媒、营销、教育等领域，为人们带来了全新的工作与娱乐方式。

根据美国国家标准与技术研究院 (NIST) 的定义：云计算是一种按使用量付费的模式，这种模式提供可用的、便捷的、按需的网络访问，进入可配置的计算资源共享池(资源包括网络，服务器，存储，应用软件，服务)，这些资源能够被快速提供，只需投入很少的管理工作，或服务供应商进行很少的交互。简言之，云计算就是通过基于云端的计算资源进行计算，本地用户发送指令给提供云计算的服务商，通过服务商提供的强大服务器进行计算，再将结果返回给用户。

VR 和 AR 的应用对计算能力和实时性的要求很高。例如其中需应用到的语音识别、手势感应、传感器、视线追踪、高清摄像头等等都需要较低的延时。并且由于需要识别大量的动态景象，终端的计算能力往往显得不足，从而造成画面粗糙、交互浅显的问题。解决这一问题的方案除了终端硬件设备的进步，就是云 VR/AR 的使用，也即将 VR/AR 应用所需要的计算能力从用户终端迁移到云端。

图表31：成熟 VR/AR 技术需要用到的技术

主要技术	技术说明
追踪定位	由内向外 (Inside-out) 技术取代了 Outside-in 成为主流追踪定位技术架构
手势交互	基于手柄的非裸手交互控制仍是主流，且交互范围在扩大
基于机器视觉的识别重建	成为提升 VR 真实感的热点，其中稠密重建技术发展迅速
沉浸声场	通过设计头部相关传递函数强化视觉和听觉的一致性
触觉反馈	业界关注通过震动和机械力模拟触觉反馈
眼球追踪	可与其他领域结合。解决辐辏调节冲突问题；促进虚拟行走技术发展
虚拟移动	填补目前 VR 领域移动交互与视觉内容适配问题

资料来源：中国信息通信研究院、华泰证券研究所

5G 的到来将为云 VR/AR 的实现提供重要的网络基础。5G 拥有的高速率、低延时特点天然适用于云 VR/AR 的实现，我们对 5G 为云 VR/AR 带来的技术支持整理如表：

图表32：5G 为云 VR/AR 带来的技术支持

5G 的影响	具体影响效果
5G 能够消除时延所致的眩晕感	5G 将提供 15 毫秒以下的延迟，这样的延迟肉眼无法察觉，使得眩晕感得以消除
5G 满足了云计算的网络传输速度的要求	5G 的高速率解决了在本地设备与网络云端之间的传输问题
5G 将推动云 VR/AR 游戏的发展	5G 的高速率和低时延使玩家可以无需高性能硬件设备，通过云端服务器游玩高质量游戏。而这一模式同样可以应用在云 VR/AR 游戏中。

资料来源：中国信息通信研究院、华泰证券研究所

目前国内虚拟现实产业发展迅速，众多头部厂商也纷纷布局，我们整理了一些主要的项目：

图表33：部分头部厂商的 5G+VR 布局

厂商	产品或业务
联想	目前已推出 Mirage AR 头显（升级版）等，还将与中国移动研发 5G 基站样机
华为	华为与 TPCAST 合作开发 5G 云 VR 解决方案
HTC Vive	HTC 提出 Vive Reality 的概念，即 VR/AR+5G+AI
狮峪智能	开发云 OS；发展 VR 游戏
大朋 VR	边缘云 VR
惠普	Windows VR 头戴设备 Reverb

资料来源：各公司官网、华泰证券研究所

应用场景广泛，互动感和沉浸感大大加强

虚拟现实的应用场景广泛，其给用户带来的互动感和沉浸感尤其适用于文娱领域，在游戏、影视和体育等诸多方面均有广阔的发展空间。下面我们举几例说明：

1、VR 游戏。借助 VR 设备，游戏玩家可以在虚拟世界中获得“身临其境”的体验。目前主要的 VR 游戏设备包括 PSVR（索尼基于 PS4 于 2016 年推出的 VR 头显）、HTC VIVE（HTC 与著名游戏厂商 Valve 合作开发的 VR 头显）、Oculus Rift 等，以上均需配合 PC 或游戏主机使用。根据 Valve 公司旗下的游戏平台 Steam 显示，2018 年该平台上最畅销的 VR 游戏包括《Beat Saber》、《辐射 4 VR》、《上古卷轴 5：天际 VR》、《毁灭战士 VFR》等。VR 游戏强调体感操控，玩家往往需要手持遥控器或穿戴其他体感设备进行游戏操作，游戏体验更为直接，互动性较好，视觉冲击力强。

图表34：热门 VR 游戏一览

热门 VR 游戏	游戏类型	游戏特点
BEAT SABER	音乐节奏类	上线首周即位列 VR 付费游戏历史累计销量 TOP3，国服将由网易代理
辐射 4 VR	RPG	抬起左手即可看到游戏菜单，代入感强
上古卷轴 5: 天际 VR	RPG	经典 RPG 移植，可以体验一些真正的“动作”战斗方式
毁灭战士 VFR	FPS	传送移动、子弹时间、战斗爽快
生化危机 7 PSVR	ACT、RPG	出色的恐怖体验
蝙蝠侠：阿卡姆 VR	ACT、RPG	扮演蝙蝠侠，体验成为超级英雄的感觉

资料来源：3DMGAME、华泰证券研究所

3、**AR 游戏**。2019 年 4 月 11 日，腾讯正式上线其首款 AR 游戏《一起来捉妖》。这是一款典型的“AR+LBS”手游，也是目前主流的 AR 游戏模式。LBS 是指 Location Based Service，即基于用户所处的位置或场景提供相应的服务。玩家在游戏界面中探索周边环境，可以找到“妖灵”进行捕捉，并与之一同战斗。腾讯将该游戏与微信支付、零售商结合起来，玩家在探索过程中可以获得商家福利，并前往商家进行兑换。2016 年任天堂推出的《精灵宝可梦 GO》也是该类型的代表作，凭借 AR+精灵宝可梦 IP 成为当年的现象级游戏产品。据 SensorTower 数据显示，该游戏 2018 年全球营收达到了 7.95 亿美元，可见其深受用户的欢迎。

4、

图表35：《一起来捉妖》携手微信支付

资料来源：《一起来捉妖》官网、华泰证券研究所

3、**VR 影视**。VR 影视与传统影视的主要区别在于，观众置身影片环境中，视野可达 360 度，可以自由选择视角；另外部分影片中观众可以根据内容做出一些互动反应，代入感较强。这也对影片制作成本提出很高要求，因此目前 VR 影视内容主要以短片为主，题材集中于探险、科幻、侦探、恐怖等方面。国内方面，以“爱优腾”为首的视频网站均推出了 VR 频道，而其中爱奇艺尤为重视 VR 发展，目前已推出了爱奇艺 VR 一体机 iQUT 奇遇 2 代，将爱奇艺的优质视频资源作为内容支撑，提供 4K、60 帧格式内容资源。

图表36: VR 视角下的观看效果



资料来源: 动点科技、华泰证券研究所

图表37: 爱奇艺 VR 一体机 iQUT 奇遇 2 代



资料来源: 爱奇艺、华泰证券研究所

折叠屏: 2019 年是折叠屏手机元年, 将伴随诞生诸多新颖、高效交互方式

1、头部厂商发布折叠屏手机, 解决大屏需求和便携性的矛盾

2019 年伊始, 折叠屏手机开始进入大家的视野。三星于 2019 年 2 月 20 日在 2019 年 MWC (Mobile World Congress, 世界移动通信大会) 开幕前夕发布了折叠屏手机 Galaxy Fold, 售价 1,980 美元, 该智能手机由一块 4.6 寸正面 AMOLED 柔性屏和一块 7.3 寸可折叠屏组成, 7.3 寸屏幕采用向内翻折, 可承受 2 万次以上的折叠。

随后华为在 2 月 24 日发布了 Mate X 折叠屏手机, Mate X 采用的是 6.6 英寸主屏+6.38 英寸辅屏, 展开可以无缝对接成为 8 英寸大屏。华为方面称, 这是世界上最快的 5G 折叠手机, 最轻薄的折叠手机, 支持 5G 信号, 搭载巴龙 5000+麒麟 980 芯片, 可以让用户拥有超高速的体验, 峰值高达 4.6Gbps/秒, 1G 的电影 3 秒钟就可以下载完成。

近年来手机的发展趋势之一是大屏化, 但已经遇到了瓶颈, 而折叠屏解决了大屏和便携性的矛盾。为了顺应移动互联网发展的需要, 增加屏幕的显示面积和显示效果是近年手机厂商研发新品的特征之一, 但目前已经遇到了瓶颈。从屏幕面积上看, 目前的大屏手机已经是单手操控的极限, 再扩展会影响使用的便携性。折叠屏手机的诞生在一定程度上解决了大屏和操作性、便携性的矛盾, 满足了市场的需求。

2、可折叠屏将催生诸多新颖、高效交互方式, 革新用户体验

可折叠屏的优势在于在体积增加较少的情况下, 实现显示尺寸翻倍, 同时折叠屏还可以进行分屏使用, 提供类似 PC 的多任务处理体验。折叠机有更大的可视面积去支撑显示更丰富的多媒体内容, 更好的便携性来解决使用中的不便, 在软硬件优势的加持下, 折叠屏手机的用户体验有望大幅提升。折叠屏在用户体验上为我们带来了很大的想象空间, 举例来说, 可以带来以下新的体验:

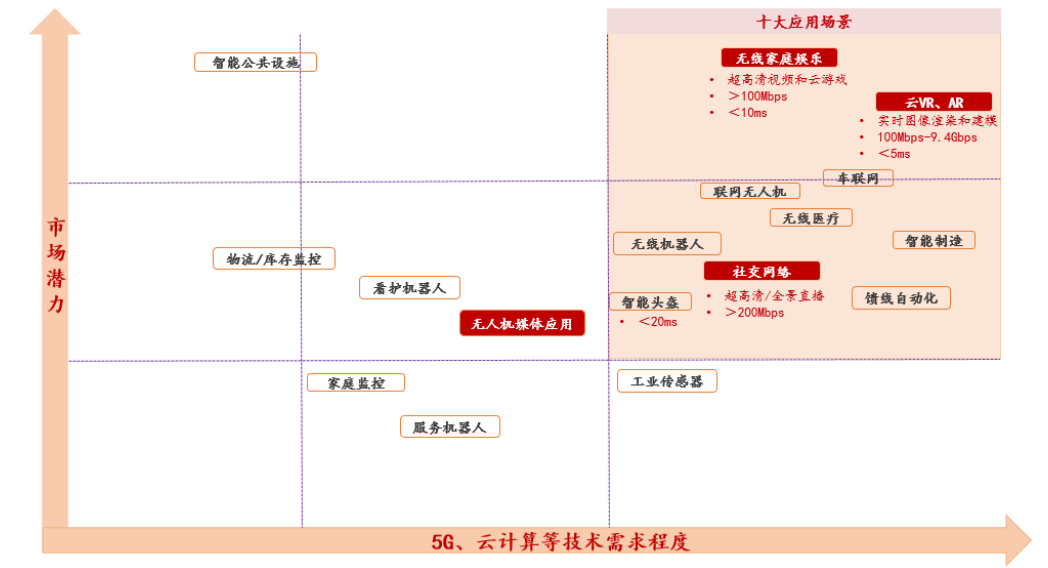
- 1) 用户可以同时打开不同应用, 处理并发任务, 不同应用之间也可实现即时性联动。例如在一块屏幕上观看体育赛事, 同时在另一块屏幕上与朋友交流观赛感受;
- 2) 两块屏幕合并成大屏后, 提升用户使用的体验, 如玩游戏、看视频、视频聊天等;
- 3) 镜像模式可以更好地提供分享, 解决多人分享同一手机屏幕的不便。用户可以对最新最热的电影、视频、PPT 演示, 拍照等启用镜像模式, 提高信息沟通效率。

丰富的应用场景出现，开拓各细分领域的发展空间

依托于 5G、云计算和人工智能三大基层技术以及硬件技术的共同发展，更多应用场景将出现。例如物联网海量数据的传输和计算依赖于 5G 和云计算的发展、云 AR/VR 的实现则需要更高传输量的移动宽带、更成熟的边缘云技术以及算法的进步，这些技术的实现都将推动传媒行业的变革，更多的应用场景将会出现。

根据华为 2018 年底出版的《5G 时代：时代应用场景白皮书》，传媒领域相关的云 VR/AR、无线家庭娱乐（云游戏和超高清视频）、全景直播都被列入了十大应用场景。尽管未给出具体的未来市场测算数据，但无线家庭娱乐和云 VR/AR 仍然被认为是最具有市场潜力的 5G 时代应用场景，两者的市场潜力分别被列为十大应用场景的第一和第二。

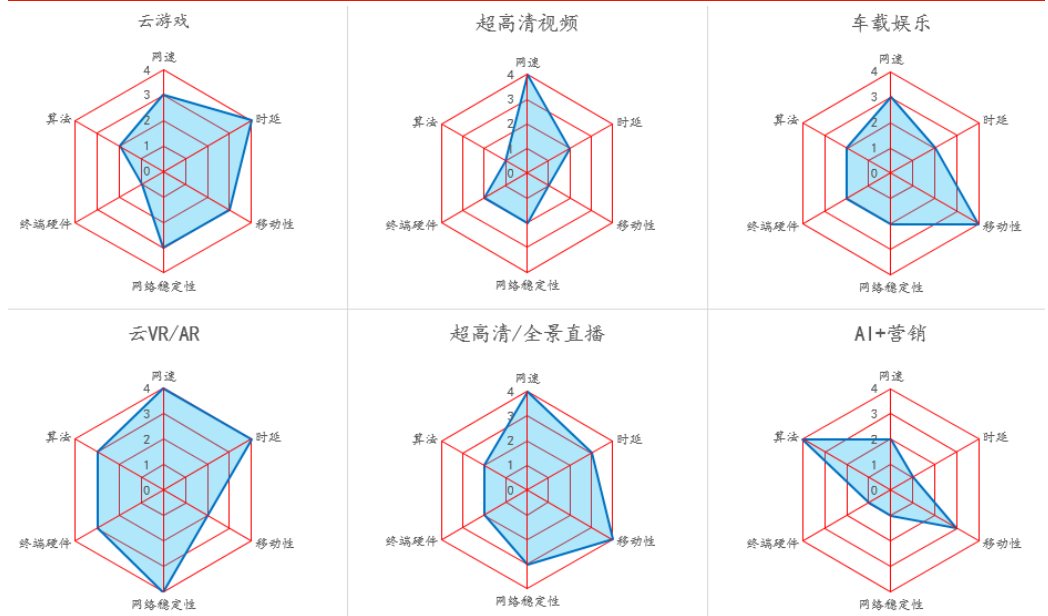
图表36： 5G 时代的主要应用场景



资料来源：《5G 时代：时代应用场景白皮书》、华泰证券研究所

具体的应用场景主要包括云游戏、超高清视频、云 AR/VR、全景直播、智能营销、车载娱乐等，不同场景对于技术及设备的要求并不相同，包括网速、算法、终端硬件、网络稳定性、移动性、时延等，汇总如下图所示：

图表37： 传媒应用场景对不同技术的需求度



资料来源：《5G 时代：时代应用场景白皮书》、中文互联网研究资讯中心、IDC、华泰证券研究所

关注标的

完美世界：多元化产品线构建优质基本面，新游陆续上线将带来业绩增量 多元化产品线构建业绩稳健基础，显示公司优质基本面

2018年年报显示，2018年实现营收80.34亿元，同比增加1.31%；实现归母净利润17.06亿元，同比增加13.38%；实现扣非后归母净利润14.47亿元，同比增加3.54%。

2019年Q1季报披露，2019年Q1实现营收20.42亿元，同比增加13.26%；实现归母净利润4.86亿元，同比增加34.95%；实现扣非归母净利润4.63亿元，同比增加56.77%。

在2018年游戏行业新游上线较少的背景下，公司业绩依然保持稳定，并在2019年Q1实现业绩高速增长，显示公司多元化的产品线能够充分对冲风险，基本面优质。

新游陆续上线将为游戏业务提供主要增量

游戏业务方面，我们认为19年Q1业绩高速增长主要来自于《完美世界手游》的上线，公司的主力产品如《诛仙》、《武林外传》等已进入成熟期，预计流水将保持稳定。《完美世界手游》于3月6日由腾讯独代发行上线，据公司2018年年报披露，首12小时新增用户突破260万人，首日即达到当日iOS免费榜第一，上线四日取得iOS免费榜、畅销榜双榜第一的好成绩。我们预计《完美世界手游》首月流水在8-9亿元之间，略超市场预期。后续流水表现取决于核心玩家留存率和新增玩家数量，我们对核心玩家留存率较为乐观；新增玩家数量方面，取决于腾讯的资源支持程度，考虑到4-5月腾讯无重量级作品上线，我们认为短期内腾讯依然将保持较高的支持力度。

后续作品方面，《云梦四时歌》已拿到版号，并由腾讯独代发行，我们预计将于年中上线；产品储备方面，《神雕侠侣2》、《梦间集天鹅座》、《新笑傲江湖》、《神魔大陆2》、《我的起源》等作品或在研发，或在等待版号发放，若有新作获得版号也有望为2019年带来新的业绩增量。

预计电视剧业务将保持稳定

电视剧方面，我们预计2019年业绩将保持稳定。2019年3月24日，由赵宝刚导演执导的《青春斗》在东方卫视、北京卫视及芒果TV、爱奇艺、优酷、腾讯等各大电视台及视频网站播出，市场反响较好。项目储备方面，《不婚女王》、《鳄鱼与牙签鸟》、《老酒馆》、《霍元甲》、《义无反顾》、《趁我们还年轻》、《西夏死书》、《壮志高飞》、《半生缘》、《山月不知心底事》、《蓝盔特战队》、《新一年又一年》、《河山》、《碧海丹心》、《燃烧的DNA》、《巨匠》等在内的多部影视剧已完成制作或在制作过程中，项目储备较多，预计2019年电视剧业务表现将维持稳定。

A股游戏公司龙头，产品线丰富，新游陆续上线或将带来增量，建议积极关注

总体上看公司2019年业绩增长主要取决于《完美世界手游》、《云梦四时歌》的表现，众多储备作品若获得版号并上线，也有望带来业绩增量；电视剧业务方面预计保持稳定；成本端预计有一定增长，但主要是由于公司引入开发团队、加大海外发行力度带来，体现公司良好的发展态势。公司作为游戏公司龙头，储备项目众多，游戏和电视剧业务均衡发展，为业绩稳定提供了基础，基本面优秀，建议投资者积极关注。

中南传媒：18年股息率4.8%，教材教辅触底回升，预计业绩稳健增长

一季度收入利润增速均超过10%，维持买入评级

公司2019年一季度实现收入18.40亿元，同增12.36%；归母净利润2.98亿元，同增13.32%；扣非净利润2.90亿元，同增17.46%。我们预计2019-2021年EPS为0.75/0.85/0.93元，维持买入评级。

业绩拐点再次确认，教材教辅政策影响已在18年充分释放

2017年下半年以来，受湖南省市场类教辅规范运营政策的要求，公司减少应试类教辅发行业务力度，市场类教辅全年的销售规模缩减。2018年政策影响充分释放，18Q4季度收入结束6个季度以来的同比下滑，收入首次恢复增长，17Q3-18Q3收入增速为-8.1%/-18.2%/-23.3%/-9.9%/-3.6%，18Q4收入增长1.87%。19Q1收入增长幅度进一步扩大，同比增长12.36%，业绩拐点再次确认。市场最为担心的教材教辅政策对公司经营层面的影响已在2018年充分释放，公司整体经营将进入新常态，预计2019年公司将全面企稳回升。

毛利率略有下滑，费用率持续压缩，公司盈利能力保持基本稳定

19Q1公司毛利率为44.18%，较上年同期下降1.87pct，我们判断主要受加大市场类教辅开拓力度，而市场类教辅毛利率水平较低拖累；综合费用率25.12%，较上年同期下降0.74pct。其中销售费用率14.0%，上升0.57pct，我们认为主要由于拓展销售渠道和加大市场化教辅营销力度所致，销售费用率的上升与18年变化趋势相一致；管理费用和财务费用与上年同期基本持平，在收入增长的同时费用率出现下降，体现公司良好的费用管控能力。

期待媒体融合、数字教育、IP运营新业务的业绩贡献

18年媒体融合持续推进，实现营业收入7.69亿元，同增8.95%。红网云平台上线，实现了云平台供稿和中央厨房采集工作，在全国首创立体式千屏户外直播体系；数字教育板块，天闻数媒形成以ECO云开放平台为基础的“智慧教育生态树”完整业态布局，截至18年末，已服务逾8000所学校约1800万师生。18年天闻数媒净利润-6775万元，亏损有所收窄；IP运营持续深入，深耕数字阅读和有声产品，电视剧《海洋之城》完成制作进入发行阶段，预计2019年有望上线播出。媒体融合、数字教育、IP运营各业务板块逐步培育成熟，期待2019年新业务布局的业绩贡献。

公司经营状况逐步企稳，分红率持续提升，维持买入评级

公司经营逐步企稳，分红率持续提升，15-18年分别为31%/50%/70%/84%。预计公司19-21年归母净利润为13.47/15.23/16.65亿元，EPS为0.75/0.85/0.93元，维持买入评级。

凤凰传媒：业绩快速增长，分红率提升至 58%

业绩快速增长，分红率提升至 58%，维持买入评级

公司 2018 年实现收入 117.89 亿元，同增 6.68%；归母净利润 13.25 亿元，同增 13.63%；扣非净利润 10.08 亿元，同增 29.89%。每 10 股派发现金红利 3 元，分红率 58%。19Q1 收入 23.50 亿元，同增 14.91%；归母净利润 3.22 亿元，同增 20.85%。预计 19-21 年 EPS 为 0.61/0.67/0.75 元，维持买入评级。

教材教辅快速增长，年内获得人教版全代理权，教材提价顺利出台

2018 年教材教辅出版/发行分别实现收入 20.97/51.71 亿元，同增 14.92%/12.01%。增长一方面来源于 18 年江苏省 K12 在校学生数达到 884.3 万，同增 4.9%，远高于全国增速 2.7%；另一方面 18 年秋季起江苏省教材执行提价政策。18 年公司在获得三科统编教材代理权基础上，进一步获得人教版全学科、全年级的代理权，成为人教版教材在江苏的唯一代理单位，教育出版主业再获巩固。公司修订后的小初高中教材均通过教育部审查，新编统编三科评议教务通过省教育厅审查，列入公告推荐目录。

一般图书保持稳健，发行体系结构调整提高运营效率

2018 年一般图书出版/发行分别实现收入 13.62/20.99 亿元，同增-3.15%/-0.61%。一般图书出版业务稳居第一方阵，零售市场码洋占有率 3.03%，排名第 3 位，其中实体店渠道排名第 2 位，网店渠道排名第 4 位。生活类图书排名首位，文学、传记和科普类图书排名第 3 位。发行体系实施治理结构调整，围绕 ERP 开展组织结构和业务流程优化，降低运营成本，提高运营效率。

智慧教育业务扭亏为盈，领先优势持续扩大

2018 年 K12 智慧教育业务收入快速增长，首次实现较大规模盈利。18 年凤凰学易收入 1.28 亿元，同增 35.98%，盈利能力提升，17 年减亏 7000 万元，18 年扭亏为盈实现净利润 1244 万元。旗下学科网注册会员超 2400 万，合作学校超过 4 万所，覆盖 90% 以上百强中小学，K12 教育资源第一门户网站的领先优势继续扩大。职教平台凤凰创壹收入/利润分别增长 65%/538%。

出售盈利能力欠佳的非主业资产，资产结构进一步优化

公司争取控股股东支持，向其出售连年亏损的印刷业务，回收现金 4.16 亿元，提升公司盈利能力；对美国童书并购计提商誉减值 1.01 亿元，轻装上阵为后续业绩提升扫清障碍；终止宜兴、江阴两地商业前景不佳的文化 MALL 项目，回收现金 2.1 亿元，降低资本开支和项目运营压力。截止 18 年末，公司现金及现金等价物超过 100 亿元，产生利息收入及理财收益 2.87 亿元，增厚公司业绩。

业务资产结构优化，轻装上阵重回增长，维持买入评级

公司业务和资产结构优化，学生数量增长、结构改善、纸张价格高位回落等多因素助力公司稳健增长。预计 19-21 年归母净利为 15.42/17.15/19.06 亿元，EPS 为 0.61/0.67/0.75 元，维持买入评级。

贵广网络：智慧广电探索领先，民生工程推动网络覆盖和质量提升

贵广网络是贵州省广电网络运营商，得益于贵广网络的建设，贵州被列为全国第一个智慧广电综合试验区。公司营收来自广播电视网络的运营，业务区域覆盖贵州省全境。得益于网络覆盖率和质量的提升，公司近年来有线电视用户保持稳定攀升，宽带用户数量增幅较快；政府相关业务发展迅速，承接众多民生工程建设；智慧广电开展如火如荼，贵州也被列为全国第一个智慧广电综合试验区。

2018年营业收入增速较快，民生工程带动折旧摊销等费用增加影响净利润。近年来公司营收保持稳定增长，但净利增长有所停滞。2018年年报显示，全年营收约为32.3亿元，同比增长25.6%，归母净利润3.1亿元，同比下滑29.5%。业绩下滑主要是因为公司大力推进各项民生工程建设，带动折旧摊销费用增加较多。2016年、2017年公司相继实施列入省政府“十件民生实事”的多彩贵州“广电云”村村通工程和户户用工程；2018年，继续推进被列入省政府“十件民生实事”的多彩贵州“广电云”户户用工程；公司还承接了被列入省政府“十件民生实事”的雪亮工程建设等，众多工程在投入期，带动折旧摊销费用增加较多，使业绩有所下滑。

网络的深入覆盖和网络质量提升带动有线电视用户规模稳定攀升、宽带居民用户规模增速较快。公司的有线电视用户规模稳定攀升，宽带居民用户数规模增速较高，主要得益于公司网络的深入覆盖和网络质量提升。据公司2018年年报披露，2018年有线数字电视终端用户达772万户，较上年同期631万户增长22.34%，其中城网用户385万户，较上年同期增长1.66%，农网用户达387万户，较上年同期增长53.29%；高清终端用户达475万户，较上年同期增长50.46%；宽带用户达231万户，较上年同期增长60.6%。公司承接了贵州省诸多民生工程，在政府的大力支持下，结合公司优秀的执行能力，公司在提升网络覆盖率和网络质量方面有着较为突出的优势，进展较为迅速。

在网络质量和覆盖度提升基础上，不断加快创新创优和转型升级步伐，积极打造智慧广电，效果明显。在技术创新方面，公司紧跟行业和技术发展趋势，着力打造“一云、双网、三用”的智慧广电新体系，通过平台IT化、网络IP化、终端智能化等技术手段，进一步完善了多彩贵州“广电云”，实现内容、服务、资源云化供给；以有线网为基础，建设了互联互通、宽带交互、智能协同、可管可控的有线无线融合传输覆盖网；从民用、政用、商用三个方面发力，推动智慧广电在城市和农村同步发展。

公司基本形成了“一云、双网、一主三用”的智慧广电新体系，助推贵州成为全国第一个智慧广电综合试验区，为公司争取国家广电总局和省委省政府在政策、资金、项目等方面更多的支持以及推动公司转型发展奠定了坚实的基础。

芒果超媒：会员高增长，自制优势+芒果生态再获验证

芒果 TV 高速增长，自制优势+芒果生态再次验证成长性，维持增持评级

2018年公司通过重大资产重组的方式完成对芒果系5家公司的收购，根据可比口径，2018年实现营业收入96.61亿元，同增16.80%；实现归母净利润8.66亿元，同增21.03%。其中，广告业务/会员业务/版权业务/运营业务四大核心板块的收入增幅分别为82%、114%、35%和56%，收入结构显著优化。零售板块收入和利润均出现大幅下滑，实现收入21.69亿元，同降27%，归母净利润出现亏损。预计19-20年EPS为1.28/1.56元，考虑到稀缺性和成长性，维持增持评级。

会员：构建芒果生态会员体系，2018年底会员数达到1075万

芒果TV凭借精准用户定位和精良自制内容，实现核心用户与价值会员的深度互动，构建了独具特色的芒果商业模式。2018年芒果TV实现营业收入56.11亿元，同比增长66%；基于全产业链生态优势，芒果TV围绕会员搭建成长体系，从品牌设计与管理、衍生品、线下活动、独特权益四方面进行整体规划，打造区别于“流量会员”的“1+9”超能量会员权益体系。充分协同芒果生态资源，率先进入线下赛道，积极开展线下活动，实现线上线下全方位立体联动。截至2018年底，芒果TV会员数达到1075万，比2017年底会员数（451万）同比增长138%。

内容：发挥全产业链优势，优质内容制作能力不断得到验证

聚集天娱传媒、芒果娱乐、芒果影视、芒果互娱全产业链，各环节共同发力，优质内容制作能力不断得到验证。①积极弘扬主旋律，主推青春正能量精品影视剧，打造《流星花园》《远大前程》《金牌投资人》等多部剧目；②强化主控式综艺自制，加速提升内容自制能力，释放内容创新潜能。深耕《明星大侦探》《变形计》等成熟IP节目的同时，创新制作了《妻子的浪漫旅行》《野生厨房》《勇敢的世界》等多档创新节目；③启动“超芒计划”，进军网大市场，构建网生内容体系，实现IP价值最大化；④打造结构稳定和层次丰富的艺人梯队，实现艺人经纪与内容生产运营的协同发展。

行业高速增长，芒果生态具备造血能力，维持增持评级

公司受益行业高景气，有望凭借自制能力和独立的芒果生态吸引和留存更多的用户。由于电视购物板块拖累整体业绩，预计19-20年归母净利润为12.64/15.48亿元，增速分别为42%/22%，EPS分别为1.28/1.56元。考虑到公司是A股唯一视频平台标的，具备稀缺性，作为成长股，18-20年复合增速为29%，其中2019年业绩增速较高，而2020业绩增速预计将出现放缓，维持增持评级。

中国电影：期待制片和进口片发行业务持续表现

公司18年归母净利同增54.9%，维持买入评级

公司18年实现营收90.4亿，同增0.6%；归母净利15.0亿，同增54.9%；扣非归母净利8.9亿，同增8.0%。业绩在预告中部区间。拟每10股派发现金红利2.8元（含税）。公司19年Q1营收22.3亿，同增1.3%；归母净利3.6元，同增4.5%。结合19年全国电影票房表现，我们预计19~21年净利至12.63/13.49/14.44亿元，19-21年EPS为0.68/0.72/0.77元，参考同行业19年PE估值24X（5月13日），考虑其龙头地位，给予19年PE 28X-29X估值，调整目标价为18.94-19.61元，维持买入评级。

18年制片业务表现优异，发行和放映业务业绩贡献下滑

18年营收增长主要由于制片业务表现优异，毛利率大幅提升至25.8%，为14年来最高水平。公司主导或参与出品的影片主要包括《唐人街探案2》《厉害了我的国》《西游女儿国》等，均为票房前列国产片；发行业务受制于18年全国进口片票房下降（-10.6%），营收、毛利同比分别减少7.7%、13.3%；放映业务方面，18年公司单银幕产出为166.9万，较17年下滑约11.3%，与全国趋势一致，但影城各项指标仍显著高于市场平均水平；影视服务业务持续保持积极扩张态势，毛利贡献占比较17年提高2.1 pct。

中影巴可纳入合并报表，将带来新业绩增量

18年Q3公司子公司中影器材以约1.8亿收购中影巴可9%股权，股权交割完成后公司间接持有中影巴可51%的股权，公司原持有其股权的账面价值与其对应公允价值之间的差额计入投资受益约4.5亿。公司公告披露，中影巴可16年和17年1-3月的净利润约为2.7亿和0.4亿，我们认为其纳入合并报表将在未来为公司提供新的业绩增量。

19年春节档出品电影市场反响热烈，持续关注《复联4》等后续电影

19年春节档公司参与出品《流浪地球》及《新喜剧之王》，合计票房超50亿。公司披露截至19年3月3日，预计来源于《流浪地球》的收益为2.7亿-2.8亿，我们预计该部分收益并未完全纳入19年1季报。此外据猫眼专业版统计《复联4》刷新国内预售票房、单日票房影史记录，至5月12日累计票房逾41亿元。年报披露后续储备项目丰富，建议持续关注。

地位稳固，看好制片+进口片发行业务持续表现，维持买入评级

我们认为公司开发并获取优质项目的的能力突出，制片业务有望持续表现；考虑到19年待引进进口片单，进口片票房大概率将实现增长，有助发行业务；放映和影视服务业务预计将保持稳定。结合19年全国电影票房表现，我们预计公司19~21年净利至12.63/13.49/14.44亿元，对应19-21年EPS为0.68/0.72/0.77元，参考同行业2019年PE估值为24X（5月13日），并考虑其龙头地位，给予19年PE 28X-29X估值，调整目标价为18.94元-19.61元，维持买入评级。

风险提示

1、内容产品存在效果不达预期的可能

观众和用户的品味多样且快速变化，影视内容和游戏产品是否能够受到市场欢迎具有一定不确定性。虽然国产内容的整体制作水平正在有序提升，但制作公司仍具有项目制风险；

2、技术进步不及预期的风险

技术的进步以及伴随的终端设备的更新是推动传媒行业发展的根本动力，我国以 5G、云计算和人工智能为代表的基层技术发展已进入快车道，以及手机等终端设备的革新，将推动媒介形式发生深刻变化。随着 5G 的推进，2019 年下半年有望衍生出众多崭新的应用场景，开拓新的蓝海，从而解决目前传媒行业用户规模、使用时长日趋饱和的问题，促使需求端迎来蓬勃生机，形成正向循环，提升板块的成长性和估值中枢。但技术的进步涉及到研发、资金、建设等众多方面的问题，存在不及预期的风险。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com