

分析师: 刘冉

执业证书编号: S0730516010001

liuran@ccnew.com 021-50588666-8036

研究助理: 乔琪

qiaoqi@ccnew.com 021-50588666-8081

5G 商用化更进一步, 抓住新技术带来行业机会

——传媒行业半年度策略

证券研究报告-行业半年度策略

同步大市 (维持)

盈利预测和投资评级

发布日期: 2019年06月14日

公司简称	18EPS	19EPS	19PE	评级
吉比特	10.06	11.63	16.88	增持
万达电影	0.73	0.76	25.34	增持
三七互娱	0.47	0.86	14.86	增持
分众传媒	0.40	0.25	21.96	增持
完美世界	1.30	1.53	16.44	增持
游族网络	1.14	1.34	13.16	增持

投资要点:

- 截止至 2019 年 5 月 31 日, 中信传媒指数上涨 7.47%, 排在中信一级分类 29 个行业中第 28 名, 大幅跑输上证综指 (16.23%) 8.76 个百分点, 跑输创业板指 (18.64%) 11.17 个百分点, 继续位于底部区域。

回顾 2018 年 / 2017 年 / 2016 年, 传媒板块分别以 38.59%/21.65%/37.71% 的跌幅排名第 26/28/29。自 2015 年实现大幅上涨后, 传媒板块已经连续三年半处在底部区域。

传媒相对沪深 300 指数表现



- 2018 年传媒板块经历了外部与内部的双重困扰, 外部影响因素主要是宏观经济以及政治因素等, 行业内部则密集出现了各种困境: 游戏版号审批停滞、影视公司税收风波、图书书号限制、商誉大减值等。内忧外患之下导致传媒板块在 2018 年继续延续之前连续 2 年半的调整态势。

- 部分行业 (如游戏、广电) 在 2019 年政策性利好之后出现了反弹的状态, 我们认为这标志着市场对于传媒板块的悲观情绪在一定程度上得到了缓解。虽然短期仍存在较多的技术性和现实性问题, 但从中长期考虑, 5G 的普及有望重塑目前传媒行业的格局与应用场景, 打破现有行业天花板, 寻找到新的增量机会。

- 在估值方面, 目前板块已经处于历史的底部区间, 存在一定的估值优势, 因此给予行业 “同步大市” 的投资评级。

- 在行业的选择方面, 2019 年我们认为主要关注游戏与广电领域的投资机会: 游戏短期关注政策端回暖带来的项目供给增加, 进而助推行业增长复苏, 中长期关注云游戏的发展对游戏行业的变革; 广电领域关注 “全国广电一张网”、超高清视频以及智慧广电的推动进程。影视与广告营销则需耐心等待行业复苏机会, 但仍可以关注其中龙头公司的投资机会。

- 在个股方面, 我们认为可以关注细分领域的低估值龙头: 三七互娱、完美世界、吉比特、游族网络; 万达电影与分众传媒估值短期或受行业影响, 但从中长期角度出发仍具备关注价值。

相关报告

- 《文化传媒行业月报: 6 月电影市场增长可期, 继续关注低估值游戏公司龙头》 2019-06-03
- 《文化传媒行业月报: 年报与一季报发布完毕, 关注 19 年游戏公司业绩回暖》 2019-05-15
- 《传媒行业点评报告: 任天堂与腾讯强强联合, Switch 国行可期》 2019-04-19

联系人: 李琳琳

电话: 021-50588666-8045

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

邮编: 200122

风险提示: 外部经济与政策因素影响; 监管政策从严; 行业发展不及预期; 行业竞争加剧

内容目录

1. 2018 年业绩大幅下滑，2019 年 Q1 未见明显好转	4
1.1. 板块连续 4 年处于底部，1-5 月国有传媒以及广电概念涨幅居前.....	4
1.2. 受资产减值影响，2018 年板块大幅亏损.....	5
1.3. 2019 年 Q1 业绩未见明显好转.....	6
1.4. 板块估值处于历史低位.....	8
2. 5G：新技术新突破，有望重塑传媒与娱乐新方式	9
3. 游戏：短期看供给回暖，中长期看 5G 打破行业天花板	9
3.1. 2018 年受版号风波影响，行业增幅下降.....	9
3.2. 短期关注老游戏以及精品化新游产品供给增加.....	11
3.3. 中长期关注 5G 技术成熟与普及带来的行业变革.....	11
3.4. 以 3 条线索关注游戏行业低估值龙头.....	15
4. 广电：关注国网整合、超高清视频以及智慧广电	15
4.1. 有线电视用户规模连年下滑，IPTV 与 OTT TV 崛起.....	15
4.2. “全国广电一张网”日趋接近.....	17
4.3. 打造 4 万亿规模超高清视频产业.....	18
4.4. 利用新技术新理念打造“智慧广电”.....	19
5. 影视：短期承压，行业拐点预计在 2021 年出现	21
5.1. 2018 年票房大盘低速增长，2019 年难言乐观.....	21
5.2. 观影人次下滑，平均票价上涨成院线无奈之举.....	23
5.3. 院线竞争格局稳定，龙头市占率存在提升空间.....	24
5.4. 优质内容供给不足，短期仍将承压.....	26
6. 广告营销：受宏观经济影响，全年整体承压，互联网渠道崛起	26
7. 图书出版：需求相对刚性，具备防御性配置价值	29
8. 投资评级与投资建议	31
9. 风险提示	32

图表目录

图 1: 2019 年 1-5 月涨跌幅排名.....	4
图 2: 2014-2018 年传媒板块营业收入.....	5
图 3: 2014-2018 年传媒板块归母净利润.....	6
图 4: 2014-2018 年传媒板块归母净利润（扣除资产减值影响）.....	6
图 5: 2015-2019 年 Q1 传媒板块单季度营业收入.....	7
图 6: 2015-2019 年 Q1 传媒板块单季度归母净利润.....	7
图 7: 2015-2019 年 Q1 传媒板块单季度归母净利润（扣除资产减值影响）.....	8
图 8: 2015-2019 年 5 月传媒板块 PE（历史 TTM_整体法）.....	8
图 9: 实测 5G 下载速率.....	9
图 10: 实测 5G 上传速率.....	9
图 11: 2008-2018 国内游戏市场销售收入.....	10
图 12: 2008-2018 国内游戏市场用户规模.....	10
图 13: 中国移动游戏市场实际销售收入.....	12
图 14: 中国移动游戏用户规模.....	12
图 15: 中国智能手机出货量.....	13

图 16: 中国家庭电视收视格局	16
图 17: 中国家庭电视用户规模 (万户)	16
图 18: 2011-2019 年 5 月国内电影市场票房.....	22
图 19: 2011-2019 年 5 月国内电影市场观影人次	22
图 20: 2011-2018 年国内银幕数量	23
图 21: 2011-2018 年国内单银幕票房产出	23
图 22: 平均票价对比	24
图 23: 2017 与 2018 年影院开放与关闭数量对比.....	25
图 24: 广告行业市场规模与 GDP 比对	27
图 25: 广告行业规模占 GDP 比重	27
图 26: 2018Q1 与 2019Q1 广告刊例花费变化	28
图 27: 16 家互联网企业广告累计营收 (亿元)	28
图 28: 16 家互联网企业广告营收规模 (亿元)	29
图 29: 中国图书零售市场总规模.....	30
图 30: 不同渠道销售码洋.....	30
表 1: 2019 年 1-5 月涨跌幅前十	4
表 2: 主流游戏大作硬件配置需求	14
表 3: 智慧广电重点建设任务	20
表 4: 2016-2019 年 4 月国内院线市占率 TOP10 (含服务费)	25
表 5: 重点公司估值表 (截止至 2019 年 6 月 13 日)	32

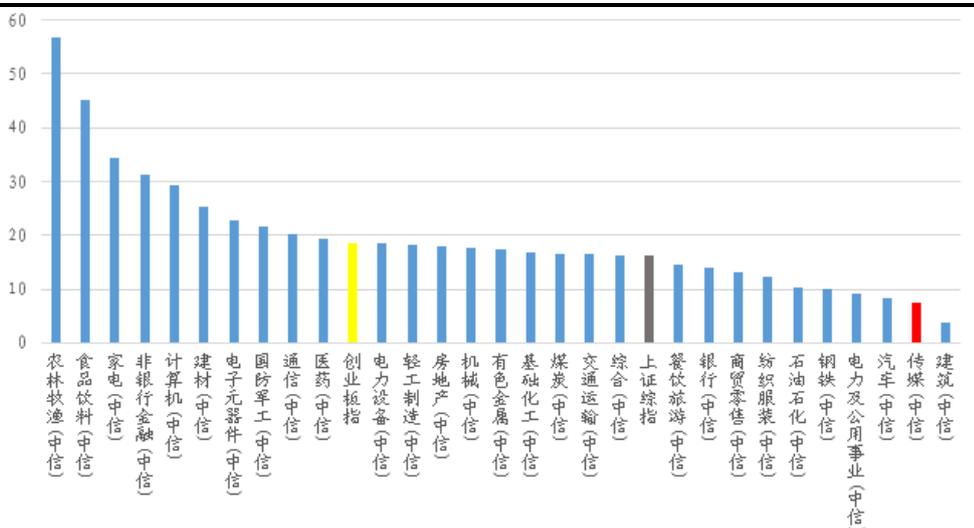
1. 2018 年业绩大幅下滑，2019 年 Q1 未见明显好转

1.1. 板块连续 4 年处于底部，1-5 月国有传媒以及广电概念涨幅居前

截止至 2019 年 5 月 31 日，中信传媒指数上涨 7.47%，排在中信一级分类 29 个行业中第 28 名，大幅跑输上证综指（16.23%）8.76 个百分点，跑输创业板指（18.64%）11.17 个百分点，继续位于底部区域。

回顾 2018 年/2017 年/2016 年，传媒板块分别以 38.59%/21.65%/37.71% 的跌幅排名第 26/28/29。自 2015 年实现大幅上涨后，传媒板块已经连续三年半处在底部区域。

图 1：2019 年 1-5 月涨跌幅排名



资料来源：Wind，中原证券

1 至 5 月涨幅前居前的个股主要有以下特点：国有传媒公司、广电系公司以及 5G 相关概念，涨幅排名前五的分别是：人民网（158.77%）、金逸影视（158.25%）、数码科技（79.64%）、中视传媒、（75.87%）、天威视讯（72.31%）。

跌幅居前的则主要以 ST 股为主，跌幅排名前五分别是：ST 游久（-49.67%）、ST 印纪（-48.60%）、ST 天润（-48.00%）、中昌数据（-38.43%）、ST 东网（-37.17%）。

表 1：2019 年 1-5 月涨跌幅前十

涨幅前十		跌幅前十	
人民网	158.77%	ST 游久	-49.67%
金逸影视	158.25%	ST 印纪	-48.60%
数码科技	79.64%	ST 天润	-48.00%
中视传媒	75.87%	中昌数据	-38.43%
天威视讯	72.31%	ST 东网	-37.17%
新华网	60.28%	聚力文化	-35.84%
贵广网络	56.29%	深大通	-35.58%
梦网集团	54.28%	大晟文化	-32.16%

广电网络	52.44%	乐视网	-32.13%
中国出版	48.98%	华策影视	-28.79%

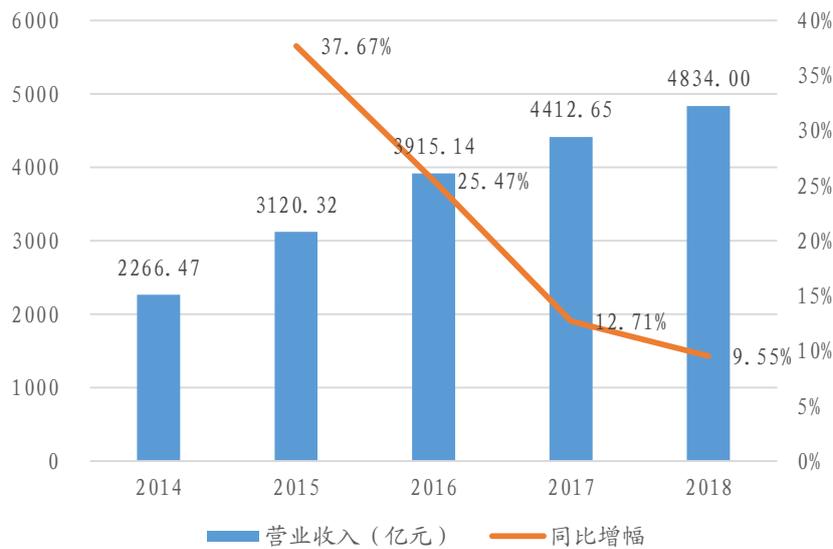
资料来源: Wind, 中原证券

注: 涨幅前十中剔除上海钢联

1.2. 受资产减值影响, 2018 年板块大幅亏损

从选取的 136 家传媒类公司业绩情况看, 2018 年传媒行业整体实现营业收入 4834.00 亿元, 同比增加 9.55%, 营业收入增幅已经连续 4 年下降, 2015-2017 年营业收入增幅分别为 37.67%/25.47%/12.71%。

图 2: 2014-2018 年传媒板块营业收入

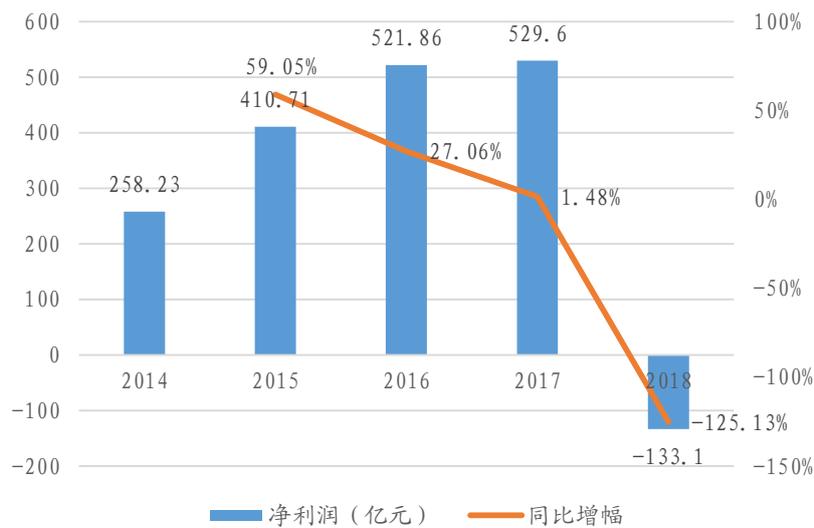


资料来源: Wind, 中原证券

在归母净利润方面, 2018 年板块出现大幅亏损, 同比减少 125.13%至-133.1 亿元。造成 2018 年大幅亏损的主要原因是由商誉减值等因素带来的大额资产减值损失; 在扣除资产减值损失的影响后 18 年净利润为 522.09 亿元, 虽然并未亏损但也出现了负增长, 同比减少 22.98%。

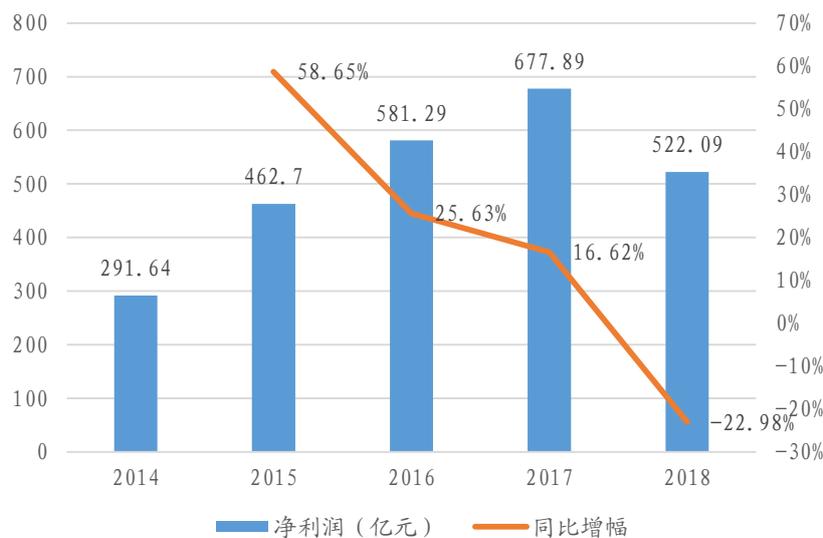
与营业收入一样, 净利润增幅连续 4 年出现下降趋势, 2015-2017 年扣除资产减值影响后的净利润增幅分别为 58.65%/25.63%/16.62%。

图 3: 2014-2018 年传媒板块归母净利润



资料来源: Wind, 中原证券

图 4: 2014-2018 年传媒板块归母净利润 (扣除资产减值影响)



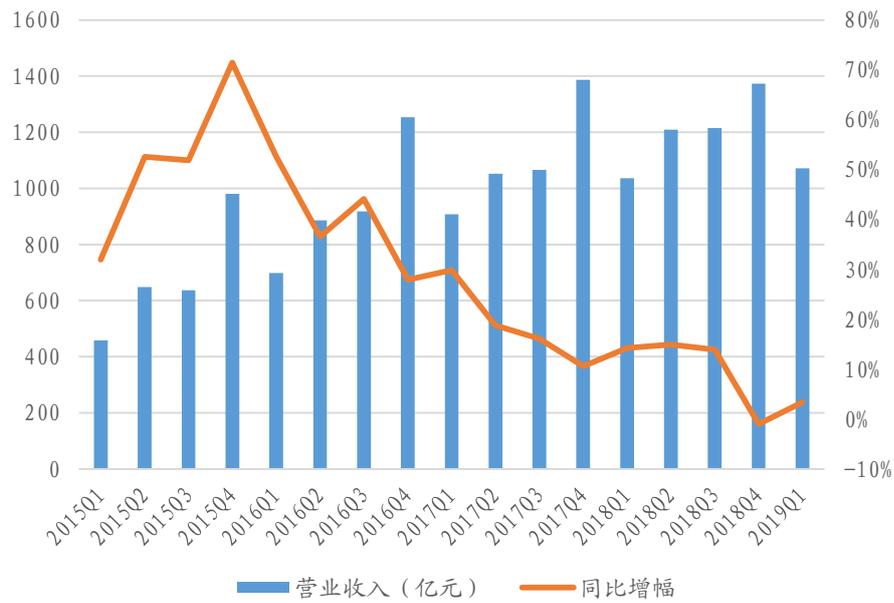
资料来源: Wind, 中原证券

1.3. 2019 年 Q1 业绩未见明显好转

截止至 2019 年第一季度, 传媒板块实现营业收入 1071.3 亿元, 同比增长 3.36%, 归母净利润为 110.76 亿元, 同比下降 24.36%, 若扣除资产减值影响后, 2019 年 Q1 净利润为 116.44 亿元同比下降 22.96%。

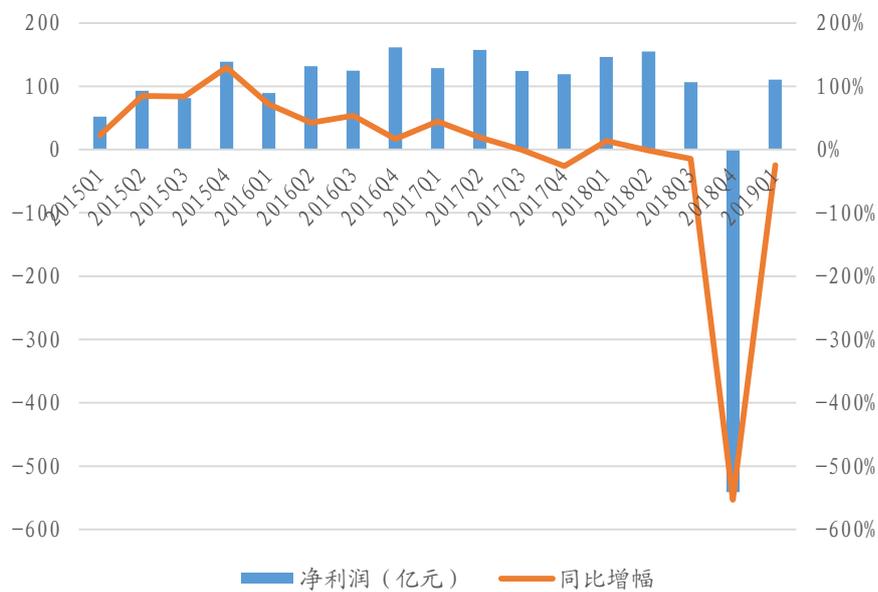
虽然 2019 年第一季度传媒板块营业收入相比 2018 年第四季度实现了正向增长, 但净利润已经连续 4 个季度出现负增长状态, 2019 年第一季度下滑幅度相对于 2018 年第四季度出现大幅收窄 (扣除资产减值影响)。

图 5: 2015-2019 年 Q1 传媒板块单季度营业收入



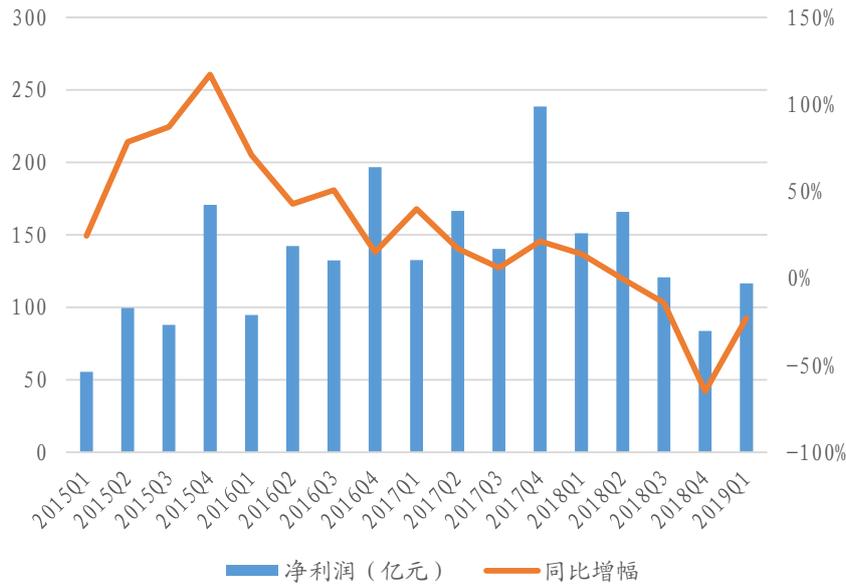
资料来源: Wind, 中原证券

图 6: 2015-2019 年 Q1 传媒板块单季度归母净利润



资料来源: Wind, 中原证券

图 7：2015-2019 年 Q1 传媒板块单季度归母净利润（扣除资产减值影响）



资料来源：Wind，中原证券

1.4. 板块估值处于历史低位

截止至 2019 年 5 月 31 日，传媒板块 PE 为 24.49 倍，与同期中小企业板 PE 接近，低于创业板 PE，高于沪深 300PE。

参考 2015 年以来的传媒板块运行情况，PE 均值为 46.13 倍，中位数为 44.42 倍，目前传媒板块的 PE 处于历史较低位的区间。部分板块龙头公司 PE 已不足 20 倍，存在比较高的安全边际，值得关注。

图 8：2015-2019 年 5 月传媒板块 PE（历史 TTM_整体法）



资料来源：Wind，中原证券

2. 5G：新技术新突破，有望重塑传媒与娱乐新方式

回顾传媒行业的发展历程可以发现，新技术的突破与应用往往可以打破行业现有的天花板或重塑行业格局创造出新的细分领域。自移动互联网以及 4G 网络普及以来，游戏、长视频、短视频、自媒体、广告等行业都纷纷受益于新技术的突破，实现了飞速发展。在当下的时间点，我们认为目前在包括 5G、AI、云计算等新技术的普及能够对传媒行业产生巨大影响甚至重塑整个传媒行业现有的发展格局。

6 月 6 日工信部正式向中国电信、中国移动、中国联通、中国广电发放 5G 商用牌照，相比原先的时间表提前了半年左右，意味着距离 5G 在国内的民用化又近了一步。

5G 即第五代移动通信网络，根据北京邮电大学的学生在其微博（微博 ID：老师好我叫何同学）公布的视频显示，在北京邮电大学内实测的 5G 下载速率平均可达到 700Mbps 左右，上传速率在 80Mbps 左右，几乎是 4G 速度的十倍，未来在架构升级后，5G 的速度还将会更快。

图 9：实测 5G 下载速率



资料来源：微博账号：老师好我叫何同学，中原证券

图 10：实测 5G 上传速率



资料来源：微博账号：老师好我叫何同学，中原证券

根据英特尔发布的《5G 娱乐经济报告》预测，5G 将加速包括移动媒体、移动广告、家庭宽带和电视在内的内容消费，并通过各种全新沉浸式和交互式新技术提升体验，充分释放增强现实(AR)、虚拟现实(VR)和新媒体的潜力。

未来 10 年（2019-2028），传媒与娱乐产业将争夺累计近 3 万亿美元的无线营收机会，较早到 2025 年，全球 57% 的无线媒体营收将来自于 5G，到 2028 年该比例将会提升至近 80%。5G 用户的月平均流量将会从 2019 年的 11.7GB 提高至 2028 年的 84.4GB，年均复合增长率为 21.85%，视频将占 5G 流量的 90%。

我们认为，虽然 5G 的普及化是一个较为长期的过程，但在未来 5G 技术成熟之后，更快的网络速度将会对信息的传播、用户的娱乐方式带来极大的变革，也赋予了内容制作方以及渠道传播方更多的可能性。

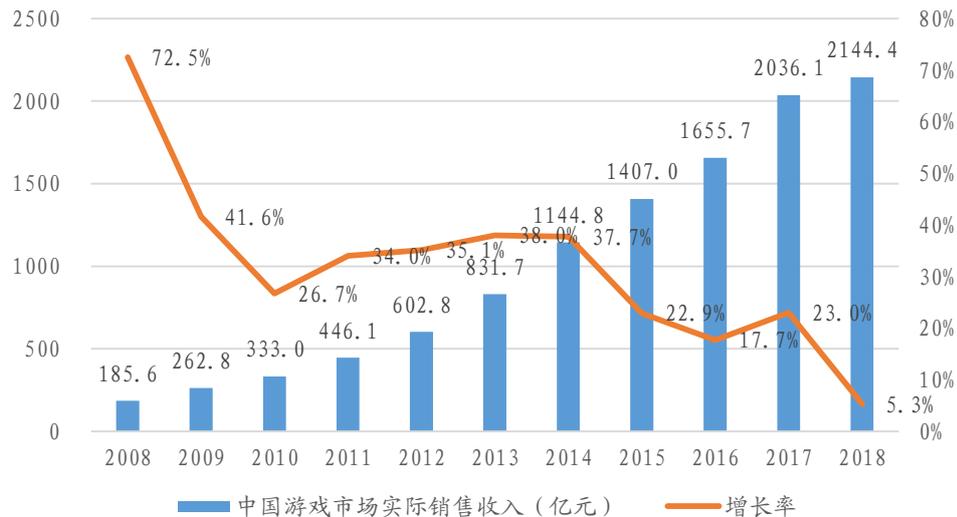
3. 游戏：短期看供给回暖，中长期看 5G 打破行业天花板

3.1. 2018 年受版号风波影响，行业增幅下降

根据伽马数据统计，2018 年国内游戏市场规模 2144 亿元，同比增长 5.3%。由于 2018

年行业内出现的版号事件风波导致自下半年开始各游戏公司项目数量明显减少，上线进度被拖慢。头部产品中《绝地求生：刺激战场》虽然吸引了大量的用户流量和用户时间，但也因为版号问题迟迟无法实现有效的商业化变现，不但影响了腾讯自身的盈利，其拉走的用户流量也对其他公司的游戏产品带来了不小的影响，成为了名副其实的“流量黑洞”。版号的问题也导致2018年国内游戏市场增长率出现大幅下降，仅为5.3%，相比2017年23.0%的增幅下降约17.7个百分点，成为了连续数年以来的最低点。

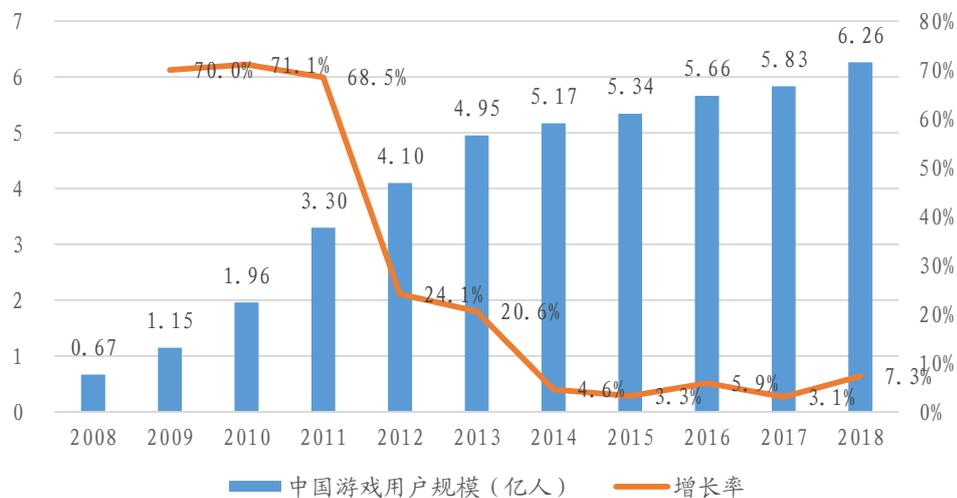
图 11：2008-2018 国内游戏市场销售收入



资料来源：游戏工委，伽马数据，中原证券

在用户方面，由于目前国内游戏用户规模基本已经见顶，整体增幅一直都处于比较低的状态，虽然2018年用户规模增幅有所回升，但依然维持在个位数的低增长，市场新的用户增长量十分有限，考虑到目前智能手机和4G网络的普及率已经处于较高状态，在短期内技术无突破性发展的情况下，预计用户规模继续维持低速增长。

图 12：2008-2018 国内游戏市场用户规模



资料来源：游戏工委，伽马数据，中原证券

3.2. 短期关注老游戏以及精品化新游产品供给增加

由于机构调整原因，自 2018 年第二季度开始游戏版号的申报、审批与备案长期处于停滞状态，未获版号的游戏产品无法上架，更无法实现商业化变现，直接从供给上限制了游戏行业的发展。部分实力雄厚的大型游戏厂商虽然盈利能力遭到重创，但至少还能够依靠流水稳定的老产品以及少量版号储备继续存活；部分资金实力较弱中小厂商则由于资金链断裂选择退出行业。

自 2018 年年末开始，游戏版号问题已经得到解决，版号的审批进入常态化，根据伽马数据预测，2019 年国内游戏市场实际销售收入预计超过 2300 亿元；若以 2300 亿元市场规模计算，则 2019 年游戏市场同比增长 7.3%，增长趋势有所回暖。

结合 App Store 的游戏畅销榜排名以及 2019 年以后上线的游戏产品表现情况看，主要有两个特点：

(1) **老产品依靠高品质仍能够保持较高的热度**：榜单中《王者荣耀》、《梦幻西游》、《大话西游》等产品虽然推出时间较早(均在 2015 年推出)，但基本都能够长期维持在前五的位置，显示出大型厂商在游戏制作能力方面的优势，也凸显出头部高质量产品在长线运营下依然可以散发活力，维持较长的生命周期。

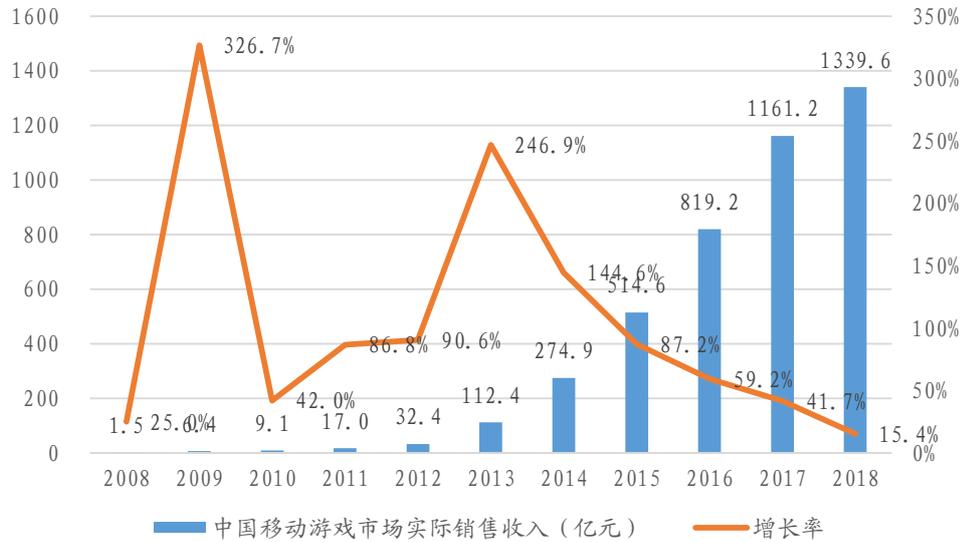
(2) **新上线的热门产品表现出了较高的景气度**：以完美世界研发，腾讯代理的《完美世界》手游为例，自 3 月初上线后，上线首日便排在 iOS 免费榜第一，上线四日在 iOS 免费榜与畅销榜实现双榜第一，此后便长期位于畅销榜前三。而其他厂商产品例如三七互娱的《一刀传世》、完美世界的《云梦四时歌》、鹰角网络的《明日方舟》也都在榜单上有良好的表现。

从短期内看，国内游戏市场的用户增量空间已经不大，但存量市场仍然具备较高的景气度和挖掘潜力，以新获版号的《和平精英》(原《绝地求生：刺激战场》)为例，上线 5 天后收入就高达 2000 万美元，显示出玩家在付费氪金方面仍具备比较旺盛的消费能力。接下来行业仍有《权力的游戏：凛冬将至》、《剑网 3：指尖江湖》等大 IP 作品陆续上线，在版号恢复常态化的前提下，各家厂商的游戏项目也会陆续面市，有望助推 2019 年行业规模增长回暖。

3.3. 中长期关注 5G 技术成熟与普及带来的行业变革

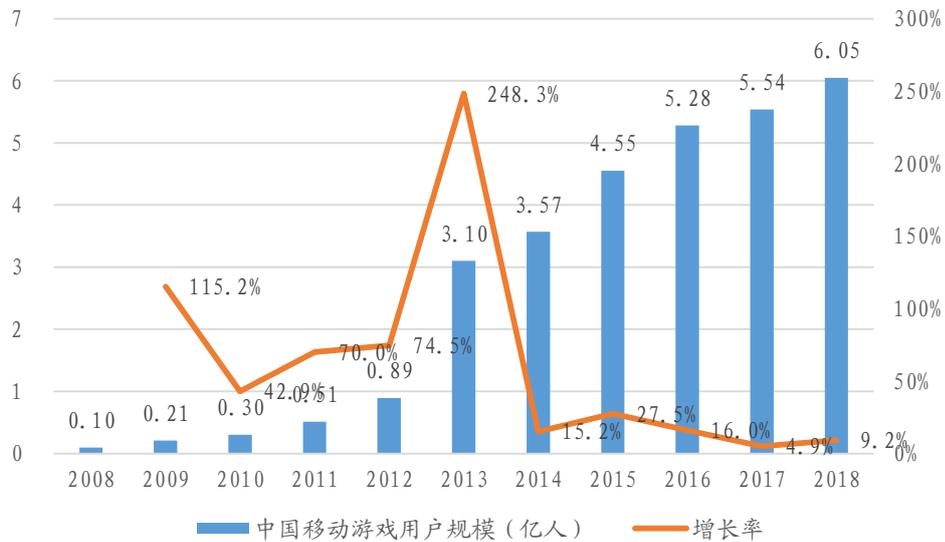
从游戏行业的长期发展趋势可以发现市场规模的扩大往往与技术的进步高度相关，如果聚焦到近年来快速发展移动游戏领域，便可更明显的发现技术、设备的应用与普及会对行业产生较为明显的影响。

图 13: 中国移动游戏市场实际销售收入



资料来源：游戏工委、伽马数据、中原证券

图 14: 中国移动游戏用户规模



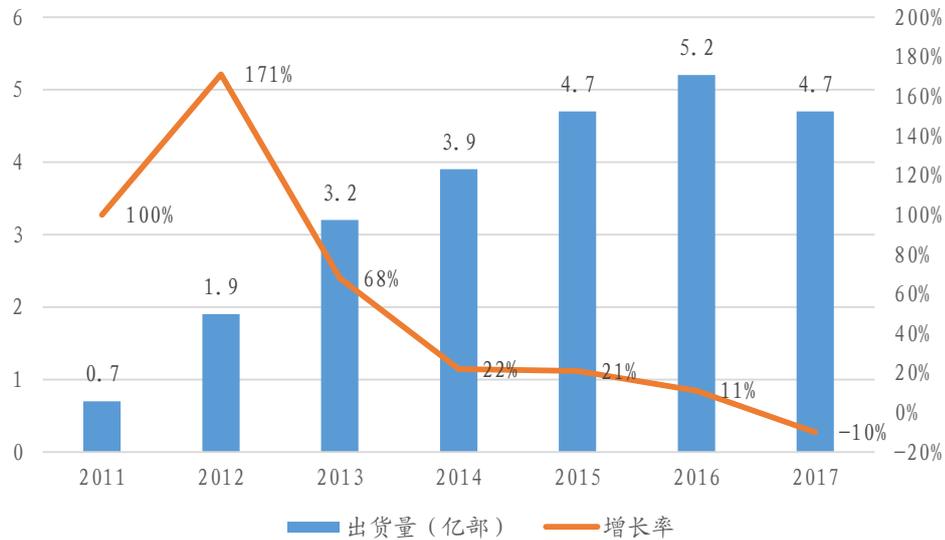
资料来源：游戏工委、伽马数据、中原证券

通过观察可以发现，不论是移动游戏的市场规模还是用户规模，都在 2012 年以后出现了大幅增长的情况，其中 2013 年用户规模和市场规模的增幅分别高达 248% 和 247%，此后虽然用户规模的增幅出现了比较大幅度的衰减，但市场规模的增长却一直维持在较高的水平。

我们认为正是 2012 年国内智能手机出货量的增长高峰以及此后 4G 网络的渗透率提高带动了智能手机游戏用户数量的增加，而在 2013 年与 2014 年以后市场规模的增长结构发生了变化，在用户规模的平滑增长之外，市场规模的高速增长更多依赖于由智能手机以及 4G 带来的

玩法创新，提高了用户的游戏黏性与 ARPU 值。因此基本可以判断，新的设备以及技术的应用可以发展出更多的增量用户，探索出新的游戏玩法，有助于打开行业现有天花板。

图 15: 中国智能手机出货量



资料来源：观研天下、中原证券

从目前行业发展的趋势来看，5G 的发展与普及对游戏行业将会是一个异常重要的标志，而作为 5G 最大的优势之一，超高的传输速率则为云游戏的发展提供了可能。

我们认为，云游戏从 3 个角度能够深刻改变目前游戏的业态：（1）大幅降低目前游戏设备的成本以及大型游戏的准入门槛；（2）可以明显提高 VR 与 AR 技术的体验；（3）降低外挂作弊对游戏玩家体验的伤害。

相比传统的需要将游戏程序下载至游戏终端设备（如手机、电脑等）的方式，云游戏可以通过云计算的技术实现全新的游戏模式。在云游戏的运作模式下，所有的游戏均能够在云端服务器实现运行、渲染，后再将视频画面进行压缩通过网络传输回游戏终端，此时游戏终端不再承载过多的运算任务，仅作为传输玩家交互指令、视频与音频信号等讯息的中端。玩家完全可以在游戏设备上实现点击即玩，无须下载游戏客户端。

目前的网页游戏以及微信小程序、H5 游戏等在某种程度上可以看作云游戏“点击即玩，无需下载”的雏形，但受制于网络传输速度、云计算技术的限制，在游戏画面以及产品性能上需要大打折扣，无法实现运行大型游戏的目标。而在 5G 的超高传输速度下，通过云计算的方式运行大型 3A 级游戏大作便成为了可能。

参考目前主流 3A 大作（如《鬼泣 5》、《怪物猎人：世界》等）的配置要求，如果想要拥有良好的游戏体验（不仅限于最低的画面质量，而是能够体验较高的帧率，较为清晰的光影效果等），通常需要花费 5000 元左右购置的一台中高配置的电脑主机，而如果想要拥有更为极致的游戏体验，通常购置电脑主机的成本可能需要接近万元。

表 2: 主流游戏大作硬件配置需求

游戏名称		CPU	内存	显卡	主机参考价格
鬼泣 5	最低配置	Intel® Core™ i5-4460	8GB	NVIDIA® GeForce® GTX 760	3899
	推荐配置	Intel® Core™ i7-3770	8GB	NVIDIA® GeForce® GTX 1060 with 6GB VRAM	4999
绝地求生: 大逃杀	最低配置	Intel Core i5-4430	8GB	NVIDIA GeForce GTX 960 2GB	4299
	推荐配置	Intel Core i5-6600K	16 GB	NVIDIA GeForce GTX 1060 3GB	4599
怪物猎人: 世界	最低配置	Intel® Core™ i5-4460	8GB	NVIDIA® GeForce® GTX 760	3899
	推荐配置	Intel® Core™ i7 3770	8GB	NVIDIA® GeForce® GTX 1060 (VRAM 3GB)	4799

资料来源: Steam, 电商网站, 中原证券

注: 主机参考价格可能随其他硬件配置不同而变化, 仅为参考价格且不包含显示器

在云游戏的模式下, 运算、渲染的过程大部分交由云端完成, 电脑本身并不承担过多的运算功能, 因此也不再需要额外购置高端的显卡、CPU、内存等硬件设备, 减轻了玩家需要承担的经济成本; 相似的, 手机也不再需要承担游戏的运算功能, 使得未来手机也能够摆脱现有的轻度游戏方式, 甚至可以做到在手机上运行只有电脑和主机才能够运行大型游戏; 游戏厂商也不必为了考虑设备的便携性与玩家购置设备的成本而做出画面、音乐等内容的牺牲。云游戏能够有效降低大型游戏的准入门槛, 打破现有行业天花板, 使部分受限于硬件设备困扰的玩家有转化成为新的增量用户的可能。

近年来, 包括索尼、任天堂、英伟达、谷歌、微软等在内的国际游戏或软硬件巨头公司纷纷布局云游戏领域。谷歌在 6 月 7 日宣布其云游戏平台 Stadia 将在 11 月推出, 首发集中在欧美 14 个国家。在 6 月 13 日刚刚闭幕的美国 E3 游戏展上, 已经有包括《漫威复仇者联盟》、《看门狗 军团》等在内的大型游戏产品宣布登录谷歌 Stadia 云游戏平台。随着 5G 技术以及云游戏平台的成熟, 以往云游戏平台要面临的由网络传输速度限制带来的延迟、掉帧、画面模糊等问题都能够有效得到解决, 在内容上也会有越来越多的游戏产品逐渐加入云游戏平台, 从而进一步重塑现有的游戏方式以及游戏市场规模。

在 VR 与 AR 技术方面, 5G 和云计算的普及也同样可以提升其体验, 降低设备成本。受制于技术原因, 大部分 VR 设备无法真正实现复杂的虚拟现实交互, 只能作为视频、游戏的显示器功能; 而 4G 时代的网络传输速度在处理 VR 复杂的图像时也会导致动作和视觉之间产生延迟, 出现明显的眩晕感。

从成本端考量, 目前主流的高端 VR 眼镜主要包括 HTC VIVE(约 4888 元, PRO 版需 6488 元), Oculus Rift(约 3499 元), PS VR(2699 元)等; AR 眼镜则是以 Magic Leap One(约

2295 美元) 为代表。

除设备本身的成本之外, HTC VIVE 和 Oculus Rift 还需要搭配一台配有 GTX 1060 以上高端显卡的电脑, PS VR 则需要另外购置一台约 2000 元左右的 PS4 游戏主机。5G 和云计算能够帮助 VR/AR 技术摆脱对硬件设备运算能力的依赖, 减小 VR/AR 设备端的计算量, 也使设备不必承载过多的硬件, 实现设备的轻量化, 降低了设备的成本, 同时还可避免由传输延时、卡顿带来的眩晕感。

游戏外挂与作弊行为也是困扰玩家群体游戏体验的痛点之一, 此前由于《绝地求生: 大逃杀》中来自中国大陆地区作弊玩家数量过多, 境外玩家甚至在 Steam 上发起了封杀大陆服务器的抗议活动。作弊行为与游戏外挂多是通过修改游戏本地文件或本地内存完成, 但在云游戏体系中, 游戏参数数据和游戏文件全部保存在远程云服务器中, 进行文件修改的难度将会明显加大, 也更容易被监测, 能够有效降低玩家作弊行为的数量, 提高公平游戏的体验。

3.4. 以 3 条线索关注游戏行业低估值龙头

总的来说, 对于游戏行业我们认为在走出了 2018 年的政策底带来的行业寒冬之后, **2019 年版号审批的正常化为市场提供了更多的增长机会**。同时玩家追求高品质精品游戏的趋势倒逼游戏厂商不得不提高自身制作与研发能力, 品质低劣的游戏产品在审批的从严以及玩家的自然选择双重压力之下被市场逐渐出清。**短期我们建议关注游戏公司的 3 条线索:** (1) 新上线游戏产品的市场表现; (2) 老游戏的流水稳定性与用户活力; (3) 未上线的项目储备数量、量级与研发进度。**建议关注行业内具备优质研发能力的龙头公司**, 目前部分龙头公司估值已不足 20 倍, 处于历史低位区间。个股方面建议关注: 三七互娱、完美世界、游族网络以及吉比特

中长期来看, 虽然 5G 与云计算的普及应用仍有许多技术与现实问题亟待解决, 距离 5G 与云计算的大规模民用化还是一个长期的过程, 但从国内 5G 牌照的发放进度、谷歌云游戏平台 Stadia 的上线进度来看, 云游戏的方式距离我们已经越来越近。我们认为 **5G、云计算甚至人工智能等技术的推进和发展有望从中长期角度提升游戏行业的估值中枢**, 因此建议密切关注相关技术进展以及云游戏产业链中承担重要技术功能的上下游公司。

4. 广电: 关注国网整合、超高清视频以及智慧广电

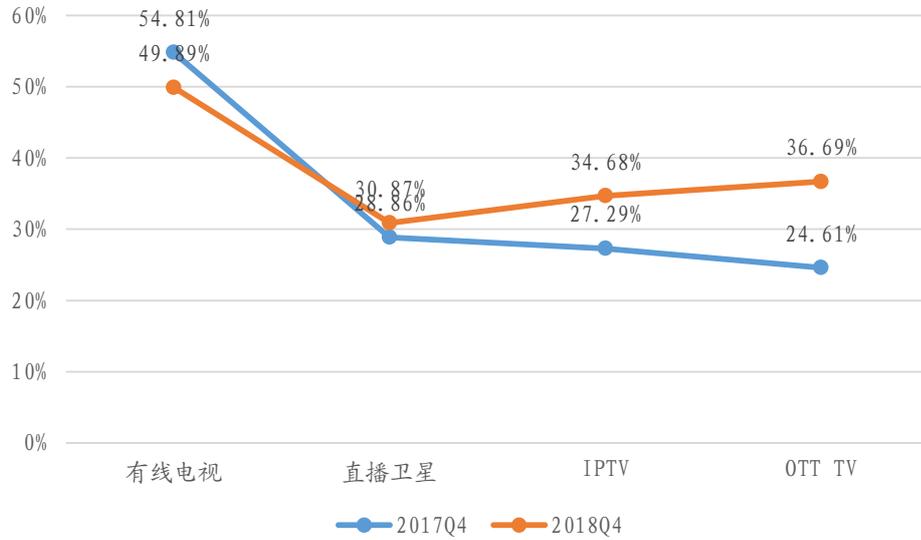
4.1. 有线电视用户规模连年下滑, IPTV 与 OTT TV 崛起

根据《中国有线电视行业发展公报》显示, **2018 年国内收视多元化的特征开始日益明显**, 其中有线电视的用户规模自 2016 年以后进入负增长状态, 收视份额也有所下降。支持点播、回看功能的 OTT TV 与 IPTV 依靠良好的交互性以及丰富的内容资源库实现了快速崛起, 收视份额均出现了比较大幅度的上升。

虽然有线电视的收视份额依然能位居首位, 但却从 2017 年第四季度的 54.81% 下降至 49.89%, OTT TV 的收视份额从 24.61% 上升至 36.69%, 排名第二; IPTV 从 27.29% 上升至

34.68%，排名第三。

图 16: 中国家庭电视收视格局

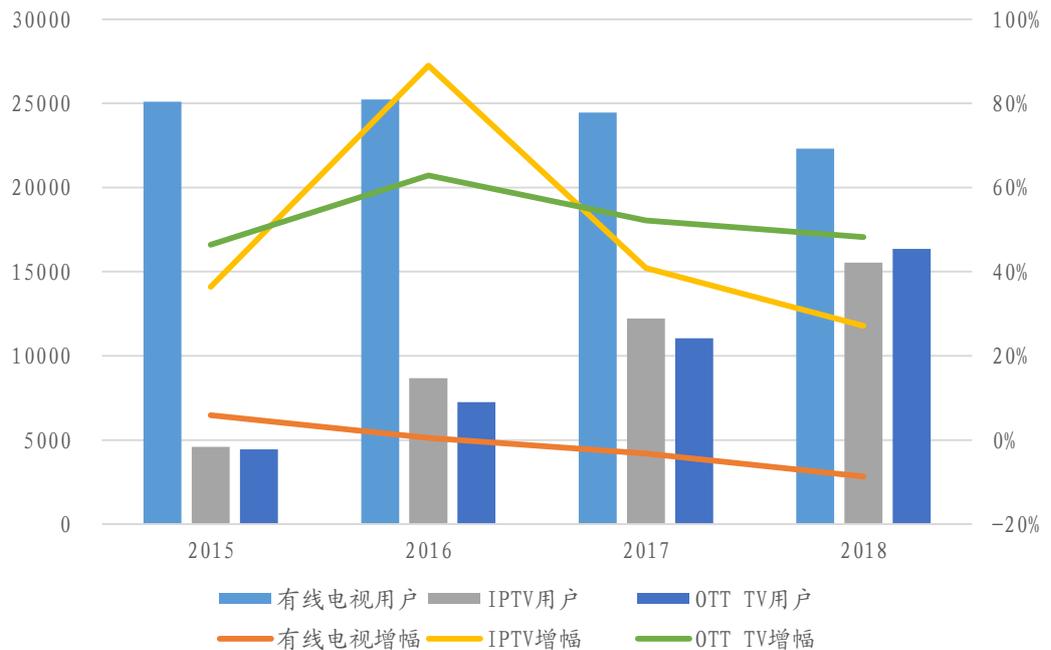


资料来源：中国广播电视网络有限公司，格兰研究，中原证券

用户规模上，有线电视用户在 2016 年达到用户顶峰后连续 2 年出现下滑，2018 年国内有线电视用户 2.23 亿户，同比下降 8.7%；IPTV 用户随着宽带的普及实现了较大幅度的增长，2018 年达到 1.55 亿户，同比增长 27.1%；OTT TV 用户达到 1.63 亿户，同比增长 48.2%。

从用户规模来看，OTT TV、IPTV 的用户数与有线电视用户数的差距正在收窄，预计未来有望超过有线电视用户规模。

图 17: 中国家庭电视用户规模（万户）



资料来源：中国广播电视网络有限公司，格兰研究，中原证券

早期的有线电视仅支持直播，无法实现回看、点播，播放内容也以各省市以及中央电视台制作的内容为主，体验单一，用户自主选择性较弱；另一方面，IPTV 与 OTT TV 都可支持点播与回看功能，互联网自制内容的出现也使用户在内容选择的丰富性上大大提高。对比有线电视，**IPTV 和 OTT TV 的出现优化了传统的收视体验，对传统的有限电视造成了较大的冲击。**

广电系统的转型与升级也成为了亟需解决的当务之急，从目前趋势来看，广电总局主要从三个方面进行转型升级：**全国广电网络整合、4K 超高清视频、智慧广电**

4.2. “全国广电一张网” 日趋接近

早在 2010 年，国务院就在《推进三网融合总体方案》中提出要在 2010-2012 年试点阶段“以推进广电和电信业务双向阶段性进入为重点”，并“加快培育市场主体，组建国家级有线电视网络公司，初步形成适度竞争的产业格局”。

2014 年 5 月，由财政部出资，广电总局负责组建和代管，中国广播电视网络有限公司（即中国广电）正式挂牌成立，负责全国范围内有线电视网络有关业务，并开展三网融合业务。

2016 年 5 月，中共中央宣传部、财政部、国家新闻出版广电总局发布《关于加快推进全国有线电视网络整合发展的意见》，对加快推进全国有线电视网络整合发展作出全面部署，**明确到“十三五”末（即 2020 年）基本完成全国有线电视网络的整合。**

从《意见》的核心来看，全国有线电视网络公司根据省级有限电视网络是否上市选择**按“两步走”的方式推进整合：**

- (1) 中国广播电视网络有限公司入股省级非上市有线电视网络公司，协同推进网络整合、互联互通平台建设和全国性业务开展。中国广播电视网络有限公司适时以持有的省级网络公司股权、国家广播电视光缆干线网络资产、现金等出资，省级非上市有线电视网络公司的股东以合计不低于 51% 的股权出资，共同发起组建全国性有线电视网络股份公司。
- (2) 推动全国性有线电视网络股份公司上市，并通过股权置换、吸收合并等方式，与已上市有线电视网络公司整合。

除了对省级有线电视网络公司的整合之外，在整合的过程中还需要：

(一) 建立全国统一运营管理体系：

按照现代企业制度和体现文化企业特点的要求，全国性有线电视网络股份公司建立规范的法人治理结构，优化经营管理，整合内部资源，改革创新管理体制和运行机制，强化集中调度和运营支撑服务，形成统一规划、统一建设、统一运营、统一管理的高效运营管理体系，推动有线电视网络技术、业务、运营和管理的创新发展。

(二) 统筹开展互联互通平台建设：

在全国有线电视网络整合的同时，加快互联互通平台建设，统一技术标准，建设中央业务平台，加大骨干网技术改造，完善接入网建设，各省（区、市）积极推进本地区网络平台与互联互通平台的系统对接。加快向互联网全功能演进，全面提升有线电视网络的技术水平和业务开拓能力，保障节目内容、数据信息的跨地区统一配送分发，实现各级有线电视网络的全程全网，满足用户对于跨屏、跨域、跨网的多样化、多层次收视和信息需求。

（三）创新发展新业务新业态：

以视听业务为核心，汇聚集成优质内容资源，推出更多优质视听服务，积极发展高清电视、超高清电视、互动电视等业务。大力实施“宽带广电”和“广电+”战略，开展数据传送等基础电信业务和因特网数据中心等增值电信业务，创新发展基于有线电视网络的互联网视听节目传输服务等三网融合业务，建设新型家庭信息中心，拓展综合信息服务和智能化应用等新业态，推进技术融合、业务融合、数据融合。利用大数据、云计算，积极探索建立中国特色的收视调查体系，挖掘潜在用户需求，实现智能推送和精准服务。

（四）提高安全播出保障能力：

强化主体责任，加强有线电视网络日常管理和维护，全面加强安全技术力量建设，健全安全播出的各项制度、规定和办法，确保整合期间和整合后的安全播出和安全传输，坚决杜绝播出事故发生。切实维护有线电视用户的合法权益，不断提高服务质量。

自《意见》发布以来，已经有包括河北、河南、山东、黑龙江等在内的多个省级有线电视网络公司与中国广播电视网络有限公司签署了战略投资协议，已上市的省级有线电视网络公司的整合工作也正在积极推进中。

我们认为，当前时点已经接近《意见》要求的时间，从包括组织召开全国有线电视网络整合发展片区座谈会、举行智慧广电全国推进会、举办全国有线电视网络发展座谈会以及中国广电与阿里、中信的战略合作签约等在内的一系列密集动作不断释放可以看出“全国一张网”的整合工作正在加速前行。

4.3. 打造 4 万亿规模超高清视频产业

2019 年 2 月，工业和信息化部、国家广播电视总局、中央广播电视总台联合发布了《超高清视频产业发展行动计划（2019-2022 年）》，《规划》指出要夯实超高清视频产业核心基础，丰富超高清视频内容供给，提升网络传输能力，加强行业推广应用，完善公共支撑体系，全面促进国内超高清视频产业快速发展。

发展上按照“4K 先行，兼顾 8K”的技术路线，推进超高清视频产业发展和相关领域的应

用:

到 2020 年,符合高动态范围(HDR)、宽色域、三维声、高帧率、高色深要求的 4K 电视终端销量占电视总销量的比例超过 40%;建立较为完善的超高清视频产业标准体系;中央广播电视总台和有条件的地方电视台开办 4K 频道,不少于 5 个省市的有线电视网络和 IPTV 平台开展 4K 直播频道传输业务和点播业务,实现超高清节目制作能力超过 1 万小时/年;4K 超高清视频用户数达 1 亿;在文教娱乐、安防监控、医疗健康、智能交通、工业制造等领域开展基于超高清视频的应用示范。

到 2022 年,符合 HDR、宽色域、三维声、高帧率、高色深要求的 4K 电视终端全面普及,8K 电视终端销量占电视总销量的比例超过 5%;4K 频道供给能力大幅提升,有线电视网络升级改造和监测监管系统建设不断完善,实现超高清节目制作能力超过 3 万小时/年,开展北京冬奥会赛事节目 8K 制播试验;超高清视频用户数达到 2 亿;在文教娱乐、安防监控、医疗健康、智能交通、工业制造等领域实现超高清视频的规模化应用。

《规划》从产业标准、硬件、渠道、内容、用户规模等方面都做了较为明确和具体的目标,目标是在 2022 年能够打造超过 4 万亿总规模的超高清视频产业并在 8K 关键技术产品研发和产业化方面取得突破。

作为国内广电领域的领头羊,中央广播电视总台已经开始试验 4K 超高清频道,并分阶段达成建设 4K 超高清频道技术系统建设。

第一阶段(2018 年 4 月-12 月):完成一个 4K 超高清试验频道制播系统建设,具备每天 6 个小时的 4K 节目制作能力;试验频道在 2018 年 10 月开通。

第二阶段(2019 年 1 月-2020 年 6 月):完成新闻制作平台建设,在 4K 试验频道新闻板块提供播出节目;完成体育、纪录片、综艺等 3 到 5 个频道 4K 超高清制播系统的建设,具备每天 30 小时的 4K 节目制作能力。

第三阶段(2020 年 7 月-2021 年底):将 4K 试验频道转换为 4K 综合频道,并陆续完成新闻、电视剧、少儿等其他 4K 超高清频道制播体系建设,具备每天 60 个小时的 4K 节目制作能力;为应对北京冬奥会需求,2021 年开展 8K 超高清技术试验,为北京 2022 年冬奥会 8K 信号制作提供支撑。

我们认为,三部门联合发布的《规划》明确了要强化超高清产业的发展并制定了明确的时间表以及可量化的发展目标,足以显示出国家对于超高清视频产业的重视程度。广电系统作为超高清视频产业中最重要的参与者之一,将会充分受益于超高清视频产业的建设。

4.4. 利用新技术新理念打造“智慧广电”

2018 年 11 月,国家广播电视总局向各省广电局、总局直属各单位和中央广播电视总台办公厅印发了《关于促进智慧广电发展的指导意见》,力争用 3-5 年的时间,在内容制作、分发传

播、用户服务、技术支撑、生态建设以及运行管理等方面的智慧化发展上实现协同推进。

智慧广电即以构建国家基础信息设施为宗旨，以有线、无线、卫星、互联网等多种协同承载为依托，以云计算、大数据、物联网及 IPv6 等综合技术为支撑，以融合媒体智能传播为目标，以全面提升广播电视管理、网络、业务及服务能力为指标的广播电视系统。

《意见》在智慧广电的建设上强调了 7 个重点任务：

表 3：智慧广电重点建设任务

建设任务	目标
深化智慧广电发展理念	树立新发展理念 强化互联网思维 推动协同性发展 突出移动优先策略 焕发干事创业精神 以技术创新推动内容创新
加快智慧广电内容生产体系建设	转变内容生产方式 创新节目内容形态 加大高质量节目供给
加快智慧广电节目制播体系建设	推动广播电视制播平台云化、互联网协议（IP）化为重点 加强广播电视制播云平台建设 加快推动 IP 化融合演进 推动县级融媒体中心建设
加快智慧广电传播体系建设	以服务用户为中心，加快广播电视网络传播体系整体性转型升级 加快全国有线电视网络整合和互联互通平台建设 加快建立面向 5G 的移动交互广播电视技术体系 加快建立新一代卫星直播技术体系 加快广播数字化进程
加快智慧广电安全与监管体系建设	牢固树立正确的安全观。 加强智慧广电安全规划与体系建设。 加快智慧广电监管体系建设
加快智慧广电科技创新体系建设	加强智慧广电新业务、新服务、新业态的安全管理 贯彻落实国家科技创新体系建设总体要求，以系统思维构建面向未来的智慧广电科技创新体系 夯实智慧广电技术基础。 突破智慧广电关键技术节点。 加强科技规划与标准建设
加快智慧广电生态体系建设	加快培育和建立智慧广电新生态 推动广电治理能力现代化 推动共建共享与多元共治 推动开放合作与共同发展

资料来源：《关于促进智慧广电发展的指导意见》，中原证券

《意见》中提出要利用大数据、云计算、互联网协议第六版（IPv6）、人工智能、第五代移

动通信（5G）等新一代技术在广播电视网络中的应用，同时也提到了要推动高清电视节目内容为广播电视主流模式，引入标清电视节目退出机制，加快 4K 超高清节目技术体系与生态体系建设，探索 8K 超高清节目内容生产。

我们认为，“全国广电一张网”将会有效整合各地广电资源，为广电系统开展全面转型提供基础，在近期密集的政策和行动之下，广电整合进度有望加速。在另一方面，不论是 5G、AI 还是云计算的发展都为智慧广电以及超高清视频产业的发展提供了极大的助力，近期中国广电获得了 5G 商用牌照也意味着广电系统有望加快超高清视频以及智慧广电的转型步伐。

在多重因素的刺激之下，广电系的公司也成为年内关注的重点，建议继续密切关注“全国广电一张网”的整合进程以及广电公司在超高清视频产业以及智慧广电方面的转型步伐。

5. 影视：短期承压，行业拐点预计在 2021 年出现

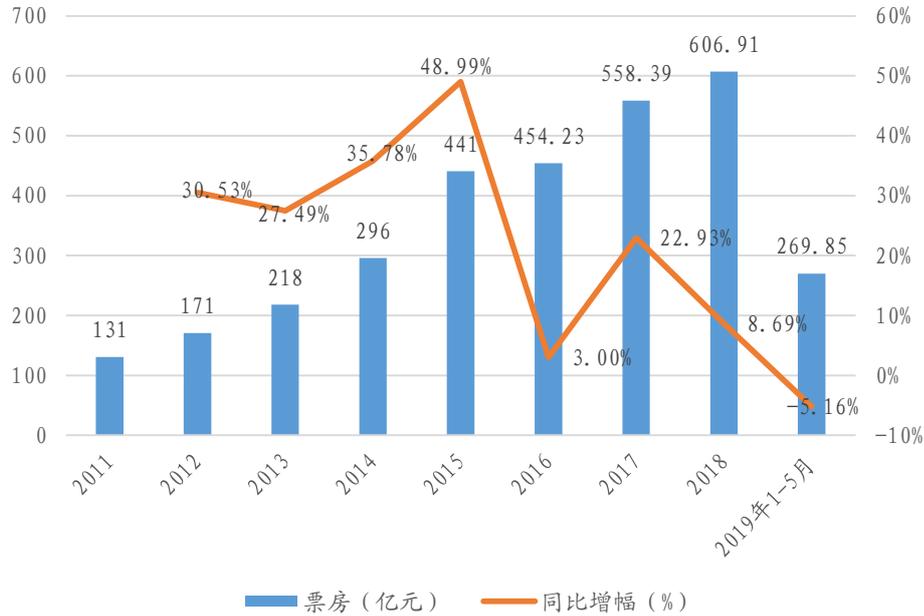
5.1. 2018 年票房大盘低速增长，2019 年难言乐观

截止至 2019 年 5 月 31 日，2019 年国内电影市场票房为 269.85 亿元，同比下降 5.16%；观影人次为 6.89 亿人次，同比下降 13.44%。自进入 2019 年以来，国内电影市场在包括元旦档、春节档在内的重要档期表现均不尽人意。在春节档之后的 3 月-5 月，国产影片的市场更是表现出现了超预期的衰落，3 个月内新上映的国产影片中仅有 4 部票房过亿，3-5 月电影市场更依赖于进口影片的支持。

我们认为，在 2018 年影视行业出现的负面风波影响之下，位于行业上游承担影视内容制作的公司普遍参与度有所降低，出现了供给收缩的情况，进而对下游观众的观影需求产生了比较大的影响。考虑到影视项目普遍需要约 1-2 年的制作周期，因此预计对于下游放映市场的影响将继续持续至 2020 年下半年。

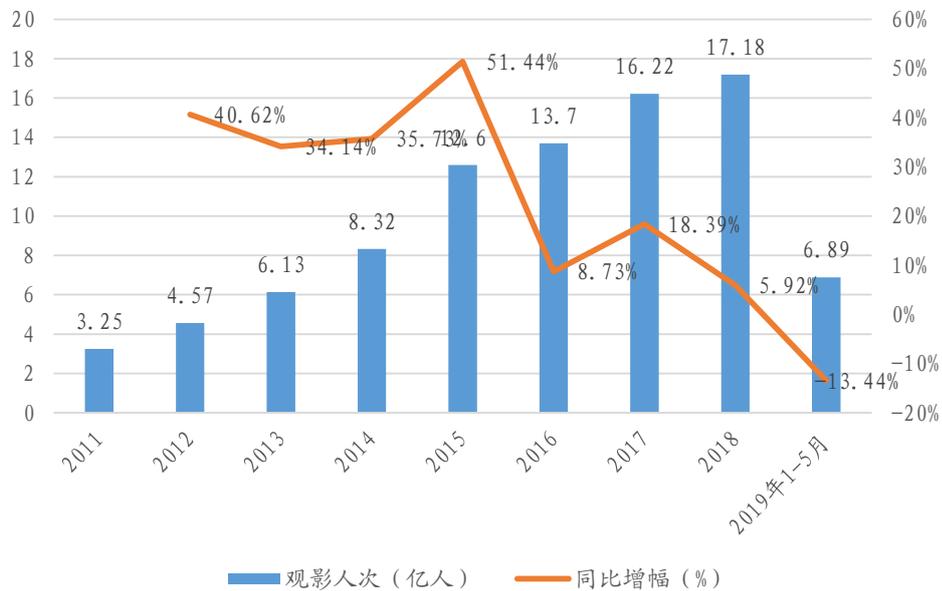
对于 2019 年，我们预测全年电影市场的票房将会与 2018 年持平或实现微增，出现大幅增长的可能性不大。

图 18: 2011-2019 年 5 月国内电影市场票房



资料来源: 猫眼, 中原证券

图 19: 2011-2019 年 5 月国内电影市场观影人次



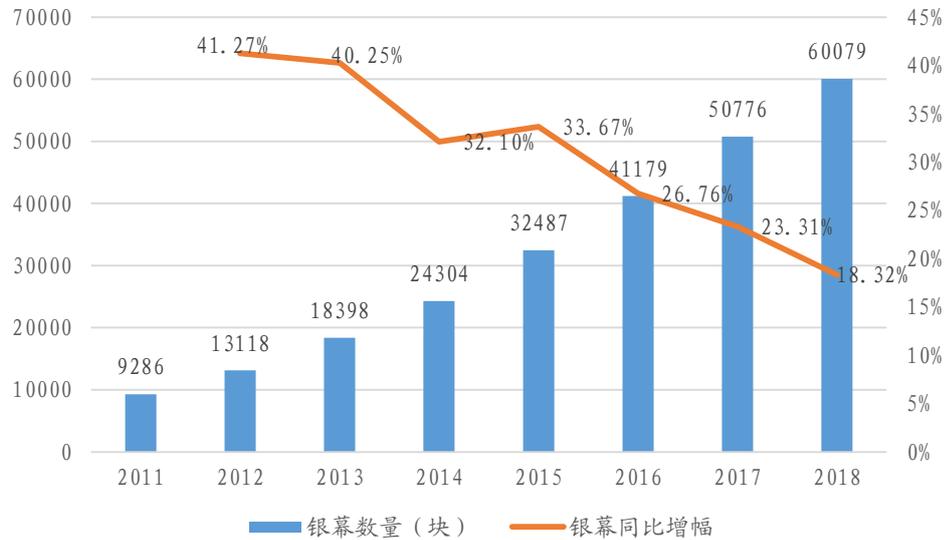
资料来源: 猫眼, 中原证券

截止至 2018 年底, 全国共新增银幕块数 9303 块, 总量达到 60079 块, 同比增加 18.32%, 国内银幕数量已经居世界首位, 但同比增幅连续 3 年处于下降状态, 银幕增速正在逐步放缓。

目前国内银幕数量的增幅已经连续 3 年明显高于国内票房与观影人次增幅, 单银幕的票房

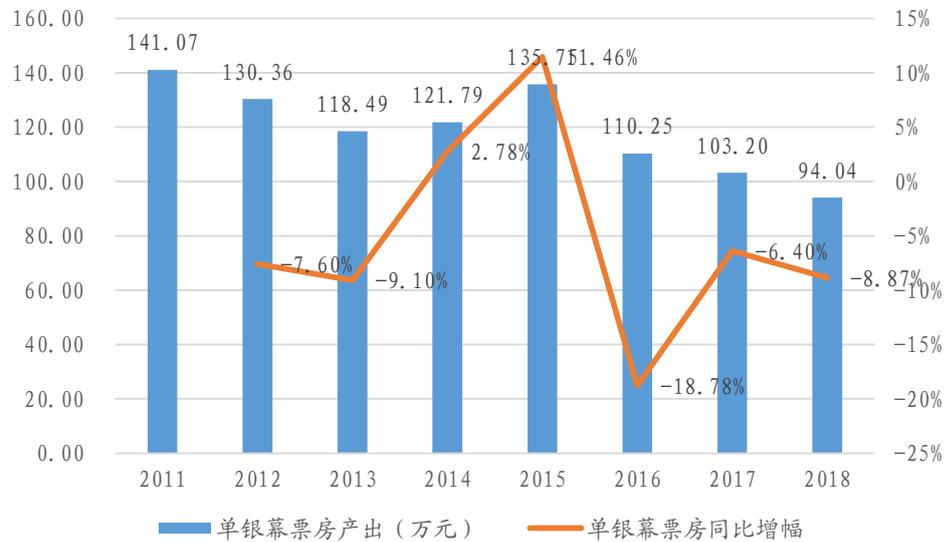
产出屡创新低，参考 2018 年票房与银幕数据，平均单银幕年贡献票房(不含服务费)仅为 94.04 万元，首次低于 100 万元整数关口。

图 20: 2011-2018 年国内银幕数量



资料来源：国家电影局，中原证券

图 21: 2011-2018 年国内单银幕票房产出

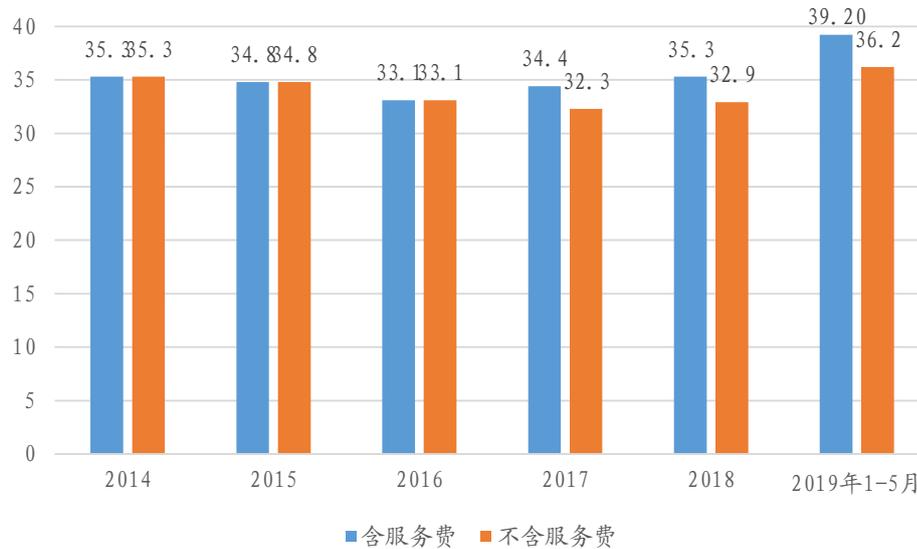


资料来源：国家电影局，中原证券

5.2. 观影人次下滑，平均票价上涨成院线无奈之举

对比票房下滑幅度和观影人次下滑幅度可以发现，观影人次下降幅度要远高于票房下降幅度，说明在目前院线普遍面临竞争压力之下，平均票价上涨的趋势已经十分明显。数据显示，2019 年 1-5 月国内电影平均票价为 39.2 元（含服务费），比 2018 年平均提高了近 4 元，涨价幅度也是近年来最高水平。

图 22: 平均票价对比



资料来源：猫眼，中原证券

平均票价的上涨是院线在面对激烈竞争时的无奈之举，以出现了明显涨价情况的 2019 年春节档为例，在经历了 2018 年春节档期的火爆之后，影视与院线公司都意识到了春节档火热的市场行情与观众的观影需求，因此对 2019 年春节档也产生了较为乐观的市场预期，导致 2019 年春节档期间大年初一至大年初六单日平均票价均有大约 11%-15% 的上涨幅度，远高于 2018 年春节档平均 5% 左右的票价涨幅。面对热门档期，院线类公司不得不采用提高票价的方式来覆盖淡季可能产生的损失。

但同时也要看到，在国内观众的观影习惯尚未被培育完全加上优质内容供给不足的情况下，高票价的策略对观影人次存在比较明显的影响，春节假期总观影人次下降约 10%，其中一线城市观影人次并未明显受到票价变动影响，观影人次不降反升，在观影上显示出较为刚性的需求，相反，二三四线城市则均出现了 10% 以上的下滑。

从另一个角度看，除放映业务之外，人流量减少带来的负面效应也会对于毛利率较高的卖品与广告业务产生比较大的影响，从而进一步压缩院线与影院的盈利空间。

5.3. 院线竞争格局稳定，龙头市占率存在提升空间

近年来国内院线竞争情况一直都处于较为稳定的状态，TOP10 院线排名几乎没有发生重大变化，万达院线作为行业龙头，在 2018 年以 13.49% 的市占率领先排名第二的大地院线近 3.6 个百分点，连续数年稳居榜首位置。

从集中度角度看，万达院线、大地院线、中影南方、中影数字、横店影视、华夏联合、幸福蓝海市占率均有不同程度上升，TOP10 院线集中度也已经连续数年处于升势，从 16 年的 67.43% 上升至 18 年的 68.73%；2018 年 TOP3 院线市占率也仅有 31.36%，若将中影集团控股三条院线

中影南方新干线、中影数字院线以及中影星美看做一个院线公司，则三大头部院线公司市占率则为 43.47%。

对比北美的成熟市场可以发现，Regal、AMC、Cinemark 三大头部院线公司市占率超过 50%，因此按照北美地区发展经验，预计国内头部院线集中度仍存在一定的提升空间。

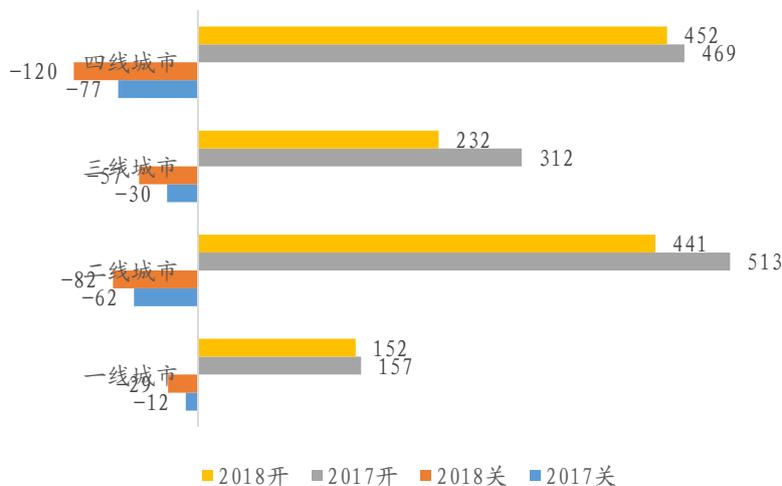
表 4: 2016-2019 年 4 月国内院线市占率 TOP10 (含服务费)

2016		2017		2018		2019 年 1-5 月	
院线名称	市占率	院线名称	市占率	院线名称	市占率	院线名称	市占率
万达院线	13.37%	万达院线	12.89%	万达院线	13.49%	万达院线	14.12%
大地院线	8.06%	大地院线	8.63%	大地院线	9.89%	大地院线	9.89%
上海联合	7.84%	上海联合	8.08%	上海联合	7.97%	上海联合	8.00%
中影星美	7.58%	中影南方	7.31%	中影南方	7.43%	中影南方	7.46%
中影南方	7.11%	中影数字	7.30%	中影数字	7.34%	中影数字	6.71%
中影数字	6.48%	中影星美	7.13%	中影星美	6.38%	中影星美	5.41%
广州金逸	6.08%	广州金逸	5.28%	广州金逸	5.00%	广州金逸	5.01%
横店院线	4.55%	横店院线	4.37%	横店院线	4.34%	横店院线	4.31%
浙江时代	3.19%	华夏联合	3.38%	华夏联合	3.46%	幸福蓝海	3.83%
华夏联合	3.17%	幸福蓝海	3.25%	幸福蓝海	3.42%	华夏联合	3.68%
CR10	67.43%	CR10	67.62%	CR10	68.73%	CR10	68.42%

资料来源：艺恩数据，中原证券

观察 2017 年与 2018 年新开业影院与关闭影院数量发现，各线城市 2018 年关闭影院数量全部高于 2017 年，而新开业影院数量则全部低于 2017 年，显示在面临巨大的经营压力之下，此前存在投机心理，无视影院经营效率盲目入局的“热钱”正在逐渐退出市场，而院线行业的竞争也能得到一定程度的缓解，头部院线公司也存在趁低吸纳部分质量较好的影院资产的可能，进一步提高公司的市占率。

图 23: 2017 与 2018 年影院开放与关闭数量对比



资料来源：猫眼，中原证券

5.4. 优质内容供给不足，短期仍将承压

我们认为，国内电影市场仍然呈现优质内容供给不足的情况，难以匹配当下观众的成长速度，当影片质量不够过硬时，观影人次会出现明显的下降。观影人次的下降不光会影响影院的上座率，也会对影院的卖品以及广告业务造成负面影响。

根据国家制定的 2020 年达到 8 万块银幕的目标，预测 2019 年与 2020 年国内银幕数量仍需要达到年均 15% 以上的增长，但参考 2019 年 1-5 月票房，预计 2019 年乐观估计下票房仅能实现个位数的增长，因此影院短期在单银幕的产出上仍然需要承受比较大的压力。

随着上游优质内容供给的增加，预计票房增速中长期将会逐步回暖，叠加银幕增速的放缓，直至单银幕的产出出现回升，我们预计这一过程将会在 2021 年左右出现，短期仍难言拐点的出现。

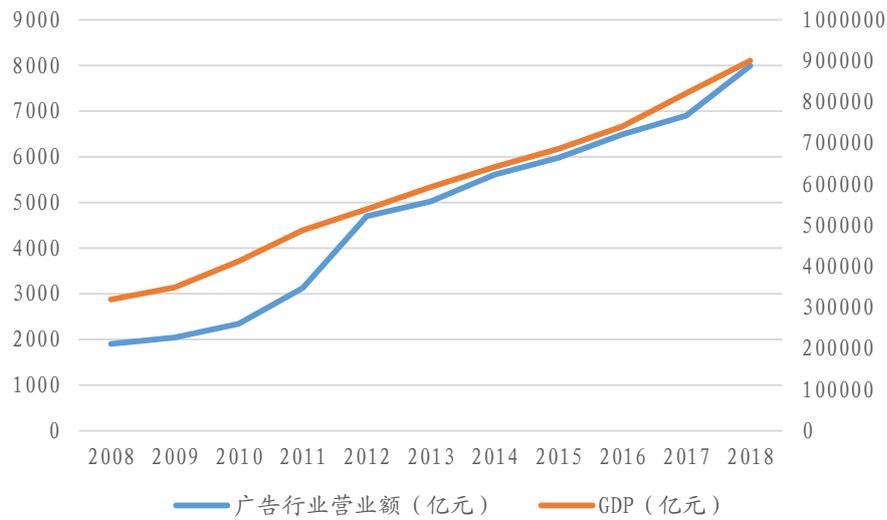
在影视公司中，我们建议关注万达电影，公司是院线行业的龙头公司，在上座率、平均票价、单银幕产出等经营数据上均表现出远高于行业平均水平的效率，公司在卖品与广告等毛利率较高的非票业务端收入占比较高，收入结构更加合理。同时公司也已经完成了对万达影视的收购，将业务布局由行业下游覆盖至全产业链。但仍需警惕行业短期不景气对公司业绩造成的压力。

6. 广告营销：受宏观经济影响，全年整体承压，互联网渠道崛起

通过比对国内广告行业市场规模以及 GDP 的变化趋势可以发现，广告行业与国内经济环境的发展具备高度的正相关性，自 2012 年以后，广告行业市场规模占 GDP 比重已经进入相对稳定的区间，约在 0.85%-0.90% 之间，因此基本可以判断广告营销行业属于周期性较强的行业，市场增长幅度受外部宏观经济因素影响较大。

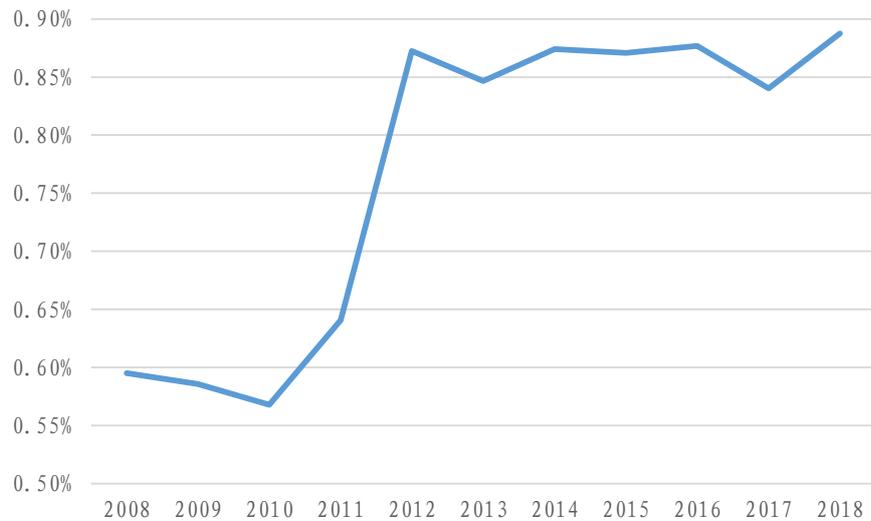
自 2018 年下半年开始，国内宏观经济因素以及外部政治环境均出现了一定程度的波动，对行业上游的广告主如消费品、汽车、互联网等企业的销量与业绩均产生了影响，导致广告主对国内经济形势的信心产生波动，因而纷纷选择收缩广告投放的规模以及投放预算，也进一步影响了 2019 年广告市场的增长。

图 24: 广告行业市场规模与 GDP 比对



资料来源: 国家工商行政管理总局, 国家统计局, Wind, 中原证券

图 25: 广告行业规模占 GDP 比重



资料来源: 国家工商行政管理总局, 国家统计局, Wind, 中原证券

根据 CTR 数据显示, 2019 年第一季度国内整体广告市场下降 11.2%, 其中传统广告市场下降 16.2%。虽然生活圈媒体中电梯电视、电梯海报以及影院视频是仅有的能够维持正增长的渠道, 但涨幅基本回落至 10%左右, 相比 2018 年第一季度 20%-30%的涨幅差距明显。预计 2019 年全年广告营销行业将继续承压。

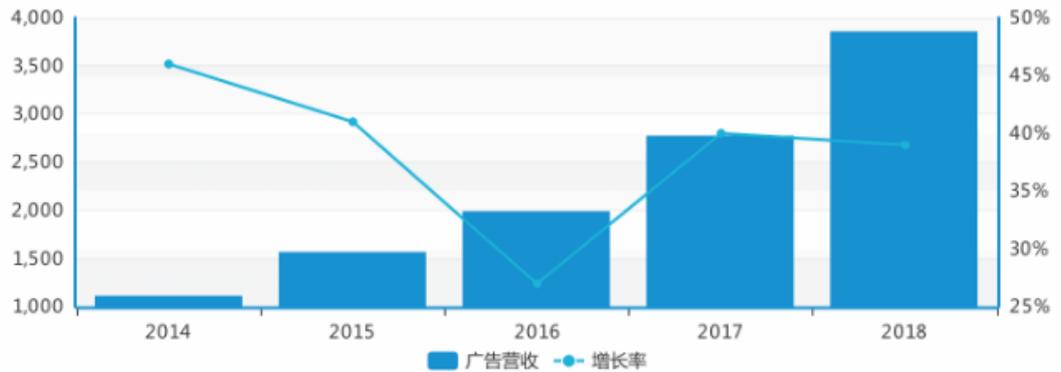
图 26: 2018Q1 与 2019Q1 广告刊例花费变化



资料来源: CTR, 中原证券

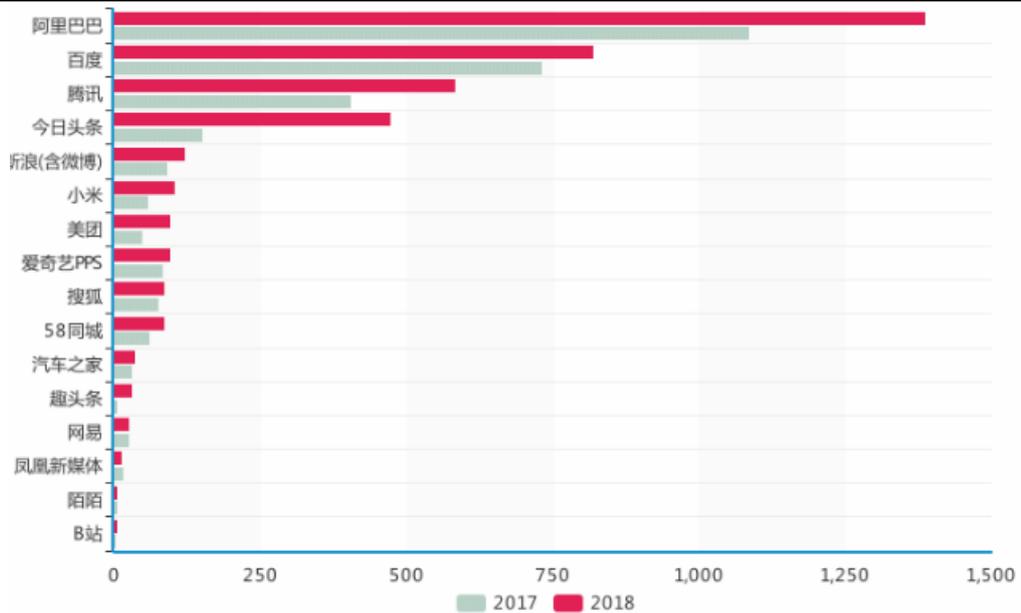
在另一方面需要考虑近两年开始新兴的移动互联网广告渠道如头条系 App、消费类 App(如小红书、淘宝直播等)、微信朋友圈推送、微博头部大 V 及网红的迅速崛起对传统广告市场的冲击, 根据 199IT 统计的包括 BAT 在内的 15 家上市公司加上今日头条(非上市公司)合计 16 家互联网企业的广告营收数据显示, 2018 年 16 家互联网企业营业收入一共达到 3845 亿元, 同比 2017 年增长 39%。其中 BAT 以及今日头条四家公司占 16 家广告规模份额的 85%, 阿里巴巴、今日头条、腾讯的广告收入增幅都十分显著。

图 27: 16 家互联网企业广告累计营收(亿元)



资料来源: 199IT, 中原证券

图 28: 16 家互联网企业广告营收规模 (亿元)



资料来源: 199IT, 中原证券

在 A 股从事广告营销类的公司中, 我们认为分众传媒作为生活圈媒体行业龙头公司, 拥有较强的市占率优势和点位数量优势。从行业发展的角度考虑, 在广告行业整体进入调整期时, 公司主营业务所在的生活圈媒体领域依然能够保持相对较为稳定的增长。

公司为应对竞争对手而采取的快速扩张战略带来的成本压力已经充分显现, 虽然严重影响公司在 2018 年与 2019 年的业绩, 但从目前已经放缓的点位扩张步伐来看, 公司未来的战略方向会逐渐转变为提高现有点位资源的上刊率; 加上与阿里的合作, 由阿里大数据赋能, 提高公司广告点位精准投放与精准转化的能力, 实现公司点位的网络可推送、实时可检测、数据可回流以及效果可评估, 带动点位资源的投放价值提高; 同时随着中长期外部经济的好转, 广告主投放意愿会出现复苏, 公司的业绩也有望迎来回暖。

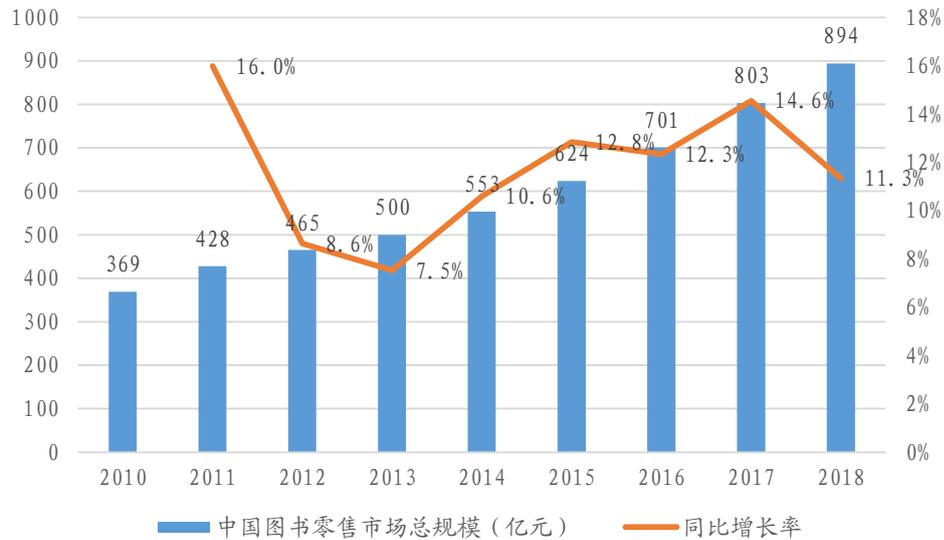
从长期来看, 如果不考虑宏观经济因素的影响, 仅从行业需求的角度出发, 在未来更加激烈的商业竞争下, 广告主对于广告投放的需求依然会十分旺盛, 从近年来带有互联网属性的公司对于广告的投放力度可以窥得一二。而分众传媒在生活圈媒体广告领域拥有十分明显的竞争优势, 依靠密集的核心点位依然能够对广告主产生巨大的吸引力, 其行业地位难以撼动, 具备中长期关注的投资价值。但需警惕 2 点影响公司估值的主要风险: (1) 短期受竞争对手、外部因素、公司战略等因素的影响, 业绩尚需承受巨大压力; (3) 新兴的互联网广告渠道的崛起一定程度上存在抢夺上游广告主投放预算的可能。

7. 图书出版: 需求相对刚性, 具备防御性配置价值

根据开卷信息报告显示, 2018 年中国图书零售市场码洋规模 894 亿, 同比增长 11.3%, 增幅虽然相比 2015 年-2017 年有所下降, 但仍维持在 2 位数。在愈发注重教育与阅读习惯的

当下，图书市场的需求依然十分旺盛，增长也相对稳健。

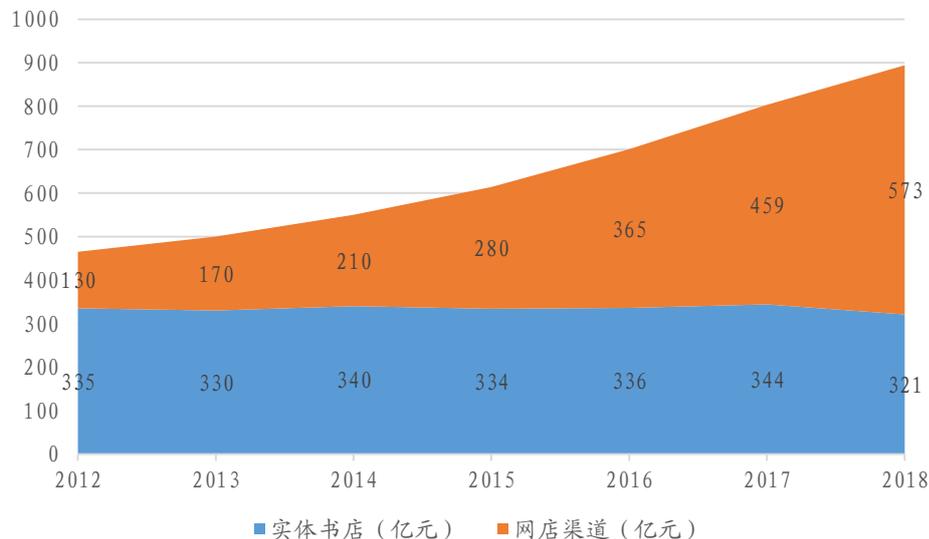
图 29: 中国图书零售市场总规模



资料来源：开卷信息，中原证券

在销售渠道上，网店渠道依然保持较高的增速，但增速相对放缓，为 24.7%，码洋规模 573 亿元；实体书店在网点渠道的冲击之下出现了负增长，同比下降 6.69%，码洋规模 321 亿元。从销售码洋的数据变化可以看出，虽然自 2012 年以来图书市场规模不断扩大，但实体书店销售码洋并未发生较大变化，猜测网店已经成为过去几年带动图书市场增长的主要动力。

图 30: 不同渠道销售码洋



资料来源：开卷信息，中原证券

考虑到网店在实际销售图书过程中往往存在较大的打折力度，根据开卷公布的网店渠道折扣数据，网点渠道折扣为 62 折，因此预计网点渠道 573 亿元的销售码洋中实际产生的销售额为 355 亿元，与实体书店实际销售额差别不大。

2018 年整体图书零售市场动销 194 万种，新书品种数达到 20.3 万众，继续小幅收缩，但总体来说基本维持稳定。但值得注意的是出版时间在一年以内的新书对整体市场的贡献正在不断下降，不论是新数码样贡献还是新书册数贡献，在整体市场中所占的份额越来越小，从 2002 年的 31.49% 下降至 2018 年的 17%，老书对市场的贡献作用越来越大。

从我们观察的 A 股中从事图书出版业务的公司情况来看，大部分公司都带有以下特点：（1）比较强的国有资产背景，实控人为各省市人民政府或国资委；（2）股权质押比例相对较低，质押风险较小；（3）分红率相对较高等特点。

我们认为，在当下愈发注重教育的社会环境下，图书出版市场尤其是教材教辅类图书需求相对刚性，加上图书出版类的公司的股权质押、商誉减值风险相对较小，分红比例相对价高，因此具备一定的防御性配置价值，虽然上游原材料价格（主要是纸浆）在经历了 2017 年至 2018 年的大涨后出现了企稳的迹象，但仍需警惕原材料价格的上涨对出版类企业的盈利能力带来影响。

8. 投资评级与投资建议

2018 年传媒板块经历了外部与内部的双重困扰，外部影响因素主要是宏观经济以及政治因素等，行业内部则密集出现了各种困境：游戏版号审批停滞、影视公司税收风波、图书书号限制、商誉大减值等。内忧外患之下导致传媒板块在 2018 年继续延续之前连续 2 年半的调整态势。

但部分行业（如游戏、广电）在 2019 年政策性利好之后出现了反弹的状态，我们认为这标志着市场对于传媒板块的悲观情绪在一定程度上得到了缓解。虽然短期仍存在较多的技术性和现实性问题，但从中长期考虑，5G 的普及有望重塑目前传媒行业的格局与应用场景，打破现有行业天花板，寻找到新的增量机会。

在估值方面，目前板块已经处于历史的底部区间，存在一定的估值优势，因此给予行业“同步大市”的投资评级。

在行业的选择方面，**2019 年我们认为主要关注游戏与广电领域的投资机会**：游戏短期关注政策端回暖带来的项目供给增加，进而助推行业增长复苏，中长期关注云游戏的发展对游戏行业的变革；广电领域关注“全国广电一张网”、超高清视频以及智慧广电的推动进程。**影视与广告营销则需耐心等待行业复苏机会，但仍可以关注其中龙头公司的投资机会。**

在个股方面，我们认为可以关注细分领域的低估值龙头：三七互娱、完美世界、吉比特、游族网络；万达电影与分众传媒估值短期或受行业影响，但从中长期角度出发仍具备关注价值。

表 5: 重点公司估值表 (截止至 2019 年 6 月 13 日)

公司简称	总股本/亿股	流通股/亿股	股价(元)	EPS (元)			每股净资产 (2019Q1)	PE (倍)			投资评级
				2018A	2019E	2020E		2018A	2019E	2020E	
三七互娱	21.25	15.92	12.78	0.47	0.86	1.04	3.02	27.19	14.86	12.29	增持
完美世界	13.15	11.02	25.16	1.30	1.53	1.77	6.76	19.35	16.44	14.21	增持
分众传媒	146.78	146.78	5.49	0.40	0.25	0.29	0.96	13.73	21.96	18.93	增持
游族网络	8.88	6.42	17.63	1.14	1.34	1.54	5.33	15.46	13.16	11.45	增持
吉比特	0.72	0.42	196.28	10.06	11.63	13.09	40.44	19.51	16.88	14.99	增持
万达电影	20.78	17.61	19.26	0.73	0.76	0.92	7.36	26.38	25.34	20.93	增持

资料来源: Wind, 中原证券

注: 均采用摊薄 EPS

9. 风险提示

外部经济与政治因素影响;

政策监管从严;

行业发展不及预期;

行业竞争加剧

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。