

证券研究报告—深度报告

传媒

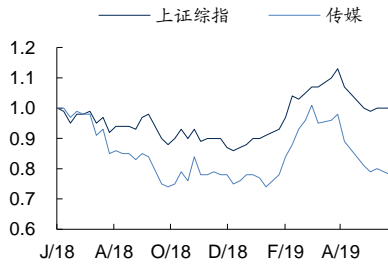
传媒行业 2019 年中期投资策略

中性

(维持评级)

2019 年 06 月 25 日

一年该行业与上证综指走势比较



相关研究报告:

- 《广电行业专题:康卡斯特离我们有多远?》——2019-06-14
- 《海外个股财报点评:陌陌,营收超预期,陌陌社交龙头地位稳固》——2019-05-31
- 《2018 年及 2019Q1 互联网中概股业绩总结:细分赛道暖春仍在,视频及直播居前》——2019-05-28
- 《年报及一季报总结暨 5 月投资策略:商誉集中减值板块业绩下行,持续推荐优质成长标的》——2019-05-13
- 《传媒行业 4 月投资策略:业绩密集披露,持续推荐高成长标的及广电行业》——2019-04-10

证券分析师:张衡

电话: 021-60875160
E-MAIL: zhangheng2@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517060002

证券分析师:侯帅楠

E-MAIL: houshuainan@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980518090001

联系人:谢琦

电话: 021-60933157
E-MAIL: xieqi2@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,其结论不受其它任何第三方的授意、影响,特此声明

行业投资策略

底部蓄力,推荐行业龙头及广电板块

● 上半年板块表现:反弹乏力,机构配置处于低位

1) 年初以来传媒指数上涨 7.62%, 低于沪深 300 及创业板指数表现, 在中信一级 29 个板块中, 传媒板块排名第 26 位; 个股表现上, 国有媒体表现相对突出; 2) 板块估值(PE-TTM) 33X (中值法), 18 年及 19 年 Q1 业绩增速下滑明显, 主要受商誉减值及行业增速下行影响; 3) 机构持仓市值及占比持续下降且高度集中, 板块配置显著低配。

● 商誉风险集中释放, 移动互联网红利消退及政策环境限制行业表现

1) 2018 年 A 股传媒板块整体计提商誉减值损失 431 亿元, 同比增长 588%, 共计 70 家传媒公司计提了商誉减值损失(占比 50%), 受此影响全行业实现归母净利润为-164 亿元, 同比下降 142%; 而从中长期来看, 商誉风险的集中释放也有助于 A 股传媒板块再次轻装上阵; 从中概互联网来看, 整体业绩同比增长 22%, 业绩增速下降, 其中视频与直播板块表现较好; 2) 我们认为, 传媒行业成长及资本市场表现的核心驱动要素来自于三个维度: 短期在于监管政策(资本市场、行业监管等), 中期在于技术演进, 长期趋势在于消费结构变化; 当前传媒行业的困境在于政策变化叠加移动互联网所带来的人口红利逐步消退。

● 底部蓄力, 等待新一轮科技红利释放

1) 内容板块: 版号发放常态化, 游戏行业增速有望触底回升, 建议持续关注超跌的游戏行业龙头; 受政策影响, 国产影视内容行业处于低位, 新一轮内容周期尚需时日; 2) 5G 发牌+全网整合, 广电行业迎来全新发展机遇; 3) 新一轮科技革命正在孕育生机, 有望为下一轮传媒行业大发展奠定根基: AI 技术落地生根, 字节跳动的快速崛起印证了 AI 技术的强大生命力和对传统业态的颠覆可能; 云计算落地应用, 网吧行业迎来全新革命; 5G 商用, 超高清视频、VR/AR、云游戏等领域有望大放异彩。

● 投资建议: 推荐行业龙头及广电板块, 关注新技术落地

1) 持续推荐竞争优势明显、商业模式清晰的细分行业龙头标的, 建议关注顺网科技(网吧云+云 PC)、芒果超媒、三七互娱、游族网络、视觉中国等标的; 2) 细分板块推荐游戏(三七互娱、游族网络、吉比特、昆仑万维等标的)及出版板块(推荐新经典、中南传媒、凤凰传媒等标的); 3) 主题角度继续看好广电 5G 及国有媒体融合, 广电行业推荐贵广网络、歌华有线等标的, 媒体融合关注人民网、新华网、浙数文化等。

● 风险提示

政策风险、商誉减值、宏观经济下行等

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘(元)	总市值(百万元)	EPS		PE	
					2017	2018	2017	2018
300413	芒果超媒	买入	39.18	410.32	0.18	0.92	565.67	47.41
000681	视觉中国	买入	18.22	127.65	0.42	0.46	43.89	39.74
002555	三七互娱	增持	13.15	279.42	0.76	0.47	17.24	27.71
002174	游族网络	增持	18.39	163.39	0.76	1.15	24.91	16.19
300113	顺网科技	买入	14.95	103.80	0.74	0.46	20.26	32.27
600996	贵广网络	买入	10.17	106.03	0.42	0.30	24.00	34.02
300251	光线传媒	增持	6.74	197.73	0.28	0.47	24.26	14.40
603103	万达电影	增持	18.90	392.82	1.29	0.74	25.92	30.34

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

投资摘要

关键结论与投资建议

1) 年初至今传媒板块表现一般，国有媒体表现相对突出，机构配置占比进一步降低；

2) 商誉减值因素导致 18 年业绩大幅下滑，长期有助于 A 股传媒板块再次轻装上阵。2018 年 A 股传媒板块整体计提商誉减值损失 431 亿元，同比增长 588%，共计 70 家传媒公司计提了商誉减值损失（占比 50%），受此影响全行业实现归母净利润为-164 亿元，同比下降 142%；而从中长期来看，商誉风险的集中释放也有助于 A 股传媒板块再次轻装上阵；从中概互联网来看，整体业绩同比增长 22%，业绩增速下降，其中视频与直播板块表现较好。

3) 短期行业基本面仍将处于底部，中长期关注新一轮技术红利释放。a) 影视行业在政策限制下，预计仍将处于低位；而在版号发放回归正常化之后，手游行业有望重拾高增长；b) 广电正式获得 5G 牌照，同时全网整合有望持续推进之下，广电行业业务版图有望显著扩充、行业竞争有望持续提升，对比康卡斯特成长历程，广电行业有望迎来涅槃重生机遇；c) 新一轮科技革命正在孕育生机，有望为下一轮传媒行业大发展奠定根基：AI 技术落地生根，字节跳动的快速崛起印证了 AI 技术的强大生命力和对传统业态的颠覆可能；云计算正在推动网吧行业 IT 革命，5G 商用之下超高清视频、云游戏、VR/AR 有望快速成熟落地。

3) 投资建议：推荐行业龙头及广电板块，关注新技术落地带来的主题投资机会；

1) 推荐竞争优势明显、商业模式清晰的细分行业龙头标的，建议关注顺网科技（网吧云+云 PC）、芒果超媒、三七互娱、游族网络、视觉中国等标的。2) 从主题角度，继续看好广电 5G 及国有媒体融合，广电行业推荐贵广网络、歌华有线等标的，媒体融合关注人民网、新华网、浙数文化等；3) 从防风险角度，建议关注低估值稳定成长的出版发行板块，推荐新经典、中南传媒、凤凰传媒、中文传媒等标的。

核心假设或逻辑

我们认为传媒行业成长及资本市场表现的核心驱动要素来自于三个维度：短期在于监管政策（资本市场、行业监管等），中期在于技术演进，长期趋势在于消费结构变化；

从长期需求上来看，得益于休闲时间增长以及可支配收入增加，文娱消费仍将处于长期向上的成长周期之中；

当前资本市场和产业界的表现，主要的限制因素一方面来自于 16 年以来的资本市场以及产业政策的变化，另一方面来自于互联网技术红利的逐步消退；展望未来，随着 5G 的商用落地、新一轮科技红利有望逐步释放，传媒互联网行业的未来无需过于悲观。

与市场预期不同之处

市场对移动互联网之后的产业发展普遍持悲观态度，我们认为从长期来看，技术都是在加速发展的，字节跳动的超高速增长印证了 AI 技术商业化的巨大潜力；未来得益于云计算、物联网、大数据、5G 等技术的持续落地，传媒互联网行业在新技术带动下的成长有望超越市场预期。

股价变化的催化因素

第一，资本市场监管及产业政策放松。

第二，新技术落地。

核心假设或逻辑的主要风险

政策风险、商誉风险、宏观经济风险等

内容目录

市场表现：板块走势分化，基金配置意愿较低	7
市场表现：板块走势分化，国有媒体领涨传媒板块	7
基金持仓：Q1 持仓市值提升，板块配置意愿依然相对较低.....	8
行业状况：A 股商誉减值拖累业绩成长，中概互联网细分赛道暖春仍在	10
A 股年报及一季报：商誉集中减值，板块业绩下行.....	10
中概互联网：细分赛道暖春仍在，视频及直播居前	14
底部蓄力，等待新一轮内容及科技红利周期	21
内容：影视板块底部蓄力，游戏向上.....	23
5G 发牌、全网整合，广电行业迎来涅槃良机	25
新科技带来的投资机会正在萌芽	32
投资建议：推荐行业龙头及广电板块，关注新技术落地	38
风险提示	39
国信证券投资评级	40
分析师承诺	40
风险提示	40
证券投资咨询业务的说明	40

图表目录

图 1: 2019 年初至 6 月初传媒板块与重要指数涨跌幅情况.....	7
图 2: 中信一级行业年初至 6 月初涨跌幅排序.....	7
图 3: 传媒板块与中信一级板块 TTM 市盈率比较.....	8
图 4: 2013Q1-2019Q1 传媒板块重仓市值及传媒板块重仓比重变化.....	9
图 5: 传媒行业营业收入及增速变化.....	11
图 6: 传媒行业归母净利润及增速变化.....	11
图 7: 传媒行业商誉减值损失变化.....	11
图 8: 传媒行业毛利率及净利率变化.....	13
图 9: 传媒行业期间费用率变化.....	13
图 10: 传媒行业经营性净现金流/营业收入变化 (%).....	13
图 11: 传媒行业经营性净现金流变化.....	13
图 12: 传媒行业商誉及商誉/净利润变化.....	13
图 13: 2016-2019Q1 年中概股板块总营收及增速.....	14
图 14: 2016-2019Q1 中概股板块总净利润及增速.....	14
图 15: 2017-2019Q1 互联网各版块净利润 (亿元).....	15
图 16: 2016Q1-2019Q1 哔哩哔哩营收及增速.....	15
图 17: 2016Q1-2019Q1 哔哩哔哩净利润及增速.....	15
图 18: 2016Q3-2019Q1 爱奇艺营收及增速.....	16
图 19: 2016Q3-2019Q1 爱奇艺净利润及增速.....	16
图 20: 2016Q4-2019Q1 腾讯音乐营收及增速.....	16
图 21: 2016Q4-2019Q1 腾讯音乐净利润及增速.....	16
图 22: 2017Q1-2019Q1 哔哩哔哩广告营收及增速.....	16
图 23: 2017Q1-2019Q1 爱奇艺广告营收及增速.....	16
图 24: 2016Q1-2019Q1 百度营收及增速.....	17
图 25: 2016Q1-2019Q1 百度归母净利润及增速.....	17
图 26: 2016Q1-2019Q1 微博营收及增速.....	17
图 27: 2016Q1-2019Q1 微博净利润及增速.....	17
图 28: 2017Q3-2019Q1 趣头条营收及增速.....	18
图 29: 2017Q3-2019Q1 趣头条净利润及增速.....	18
图 30: 2016Q1-2019Q1 陌陌营收及增速.....	19
图 31: 2016Q1-2019Q1 陌陌净利润及增速.....	19
图 32: 2016Q1-2019Q1 YY 营收及增速.....	19
图 33: 2016Q1-2019Q1 YY 净利润及增速.....	19
图 34: 2016Q4-2019Q1 虎牙营收及增速.....	20
图 35: 2016Q4-2019Q1 虎牙净利润及增速.....	20
图 36: 2016Q1-2019Q1 腾讯营收及增速.....	20
图 37: 2016Q1-2019Q1 腾讯净利润及增速.....	20
图 38: 2016Q1-2019Q1 网易营收及增速.....	21
图 39: 2016Q1-2019Q1 网易净利润及增速.....	21
图 40: 2016Q1-2019Q1 腾讯游戏收入及增速.....	21
图 41: 2016Q1-2019Q1 网易游戏收入及增速.....	21
图 42: 传媒行业驱动要素分解.....	22
图 43: 中国手机网民规模及网民占比.....	22
图 44: 2017.03-2018.03 移动互联网月活跃设备数.....	22
图 45: 影视娱乐版块并购交易数量.....	23
图 46: 主要影视内容公司存货周转率变化.....	23
图 47: 2019 vs 2018 月度票房表现 (亿元).....	24
图 48: 2018 年 12 月-2019 年 4 月国产网络游戏获批数量.....	25
图 49: 2018Q1-2019Q1 中国游戏市场销售收入.....	25
图 50: 2018Q1-2019Q1 中国游戏用户规模及增速.....	25
图 51: 2015-2018 电信运营商宽带用户数及覆盖率.....	27
图 52: 2015-2018 广电有线宽带用户数及覆盖率.....	27
图 53: 广电企业宽带用户数与电信运营商对比.....	27
图 54: 有线电视行业收入增速持续下滑.....	28
图 55: 2016 年有线电视行业与三大运营商总收入对比.....	28
图 56: 5G 时代应用场景丰富.....	28

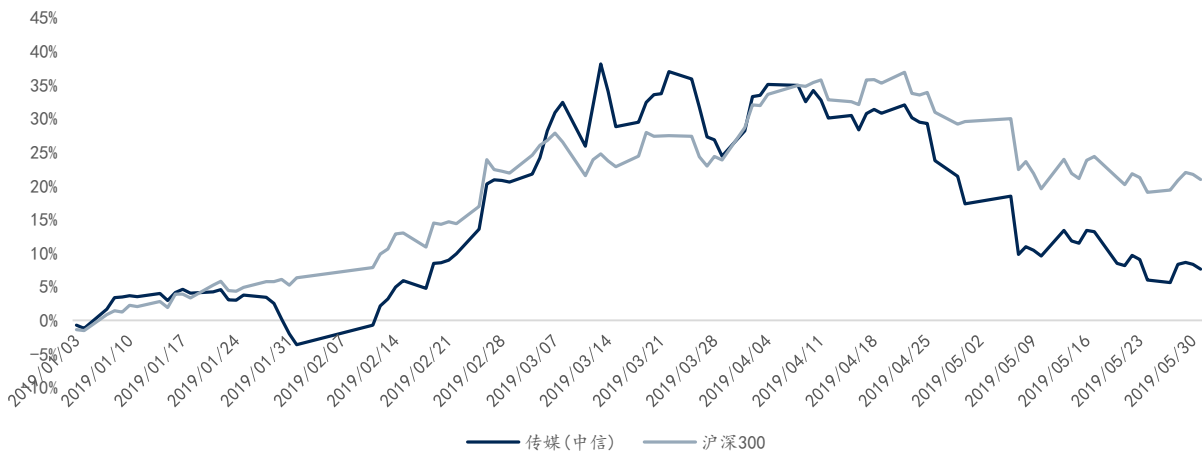
图 57: 2015-2018 全国 IPTV 用户发展情况.....	30
图 58: 2015-2018 全国 OTT 用户发展情况.....	30
图 59: 世界互联网大会直播画面.....	32
图 60: 江西春晚 5G 拍摄现场.....	32
图 61: 云 VR/AR 演进 5 阶段.....	33
图 62: VR 服务收费模式.....	34
图 63: 云游戏处理过程.....	34
图 64: 人工智能所涉及的基础技术及终端产品.....	35
图 65: 人工智能发展的三次浪潮.....	35
图 66: 2018Q1-2019Q1 各互联网公司产品用户使用时长占比.....	36
图 67: 今日头条内容推荐系统流程.....	36
图 68: 数据上云及存储上云示意图.....	37
图 69: 顺网云的拓扑结构.....	37
图 70: 顺网云部署核心指标.....	37
图 71: “云 PC”产品体验现场.....	38
表 1: 年初至 6 月 20 传媒涨幅 TOP10 标的.....	8
表 2: 年初至 6 月 20 传媒跌幅 TOP10 标的.....	8
表 3: 2019Q1 传媒板块基金持仓 TOP10.....	9
表 4: 2019Q1 传媒板块基金重仓季报持股变动 TOP10.....	10
表 5: 2019Q1 传媒板块基金持股情况.....	10
表 6: 传媒行业商誉减值损失 TOP10 公司.....	11
表 7: 传媒各细分版块收入变化 (亿元).....	12
表 8: 传媒各细分版块归母净利润变化 (亿元).....	12
表 9: 2019H1 传媒行业主要板块业绩预告情况 (亿元).....	14
表 10: 2019Q1 视频板块营收及表现.....	15
表 11: 2019Q1 媒体板块最新财务表现 (亿元).....	17
表 12: 2019Q1 媒体板块广告表现.....	18
表 13: 2019Q1 直播板块财务表现.....	19
表 14: 2019 年暑期档影片梳理.....	24
表 15: 中美广电产业对比.....	26
表 16: 三网融合历史沿革.....	29
表 17: 有线电视行业相关数据.....	31
表 18: 超高清技术发展趋势.....	32

市场表现：板块走势分化，基金配置意愿较低

市场表现：板块走势分化，国有媒体领涨传媒板块

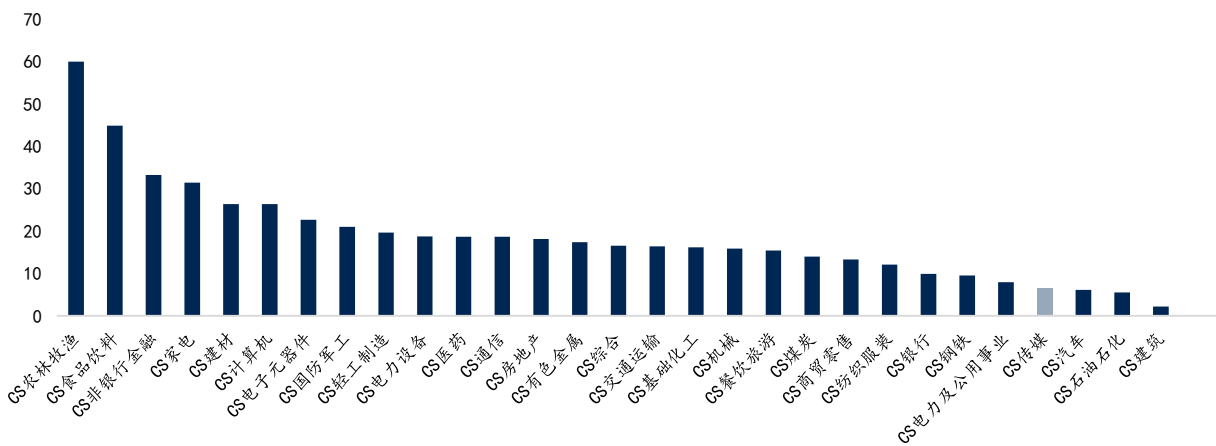
2019 年初至 6 月初，中信传媒指数上涨 7.62%，低于沪深 300 指数涨幅（20.94%）；在中信一级 29 个板块中，传媒板块排名第 26 位。

图 1：2019 年初至 6 月初传媒板块与重要指数涨跌幅情况



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 2：中信一级行业年初至 6 月初涨跌幅排序



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

涨幅居前标的以国有媒体板块标的为主。2019 年年初至今涨幅 TOP10 标的中国有媒体板块标的占 4 位，人民网、新媒股份、广电网络、中视传媒涨幅均超过 60%。

表 1: 年初至 6 月 20 传媒涨幅 TOP10 标的

排序	证券简称	涨幅 (%)
603000.SH	人民网	150.68
300766.SZ	每日互动	131.21
300781.SZ	因赛集团	114.41
002123.SZ	梦网集团	82.61
300079.SZ	数码科技	79.33
300770.SZ	新媒股份	76.75
603258.SH	电魂网络	75.61
002464.SZ	众应互联	65.09
600088.SH	中视传媒	63.87
600831.SH	广电网络	62.32

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

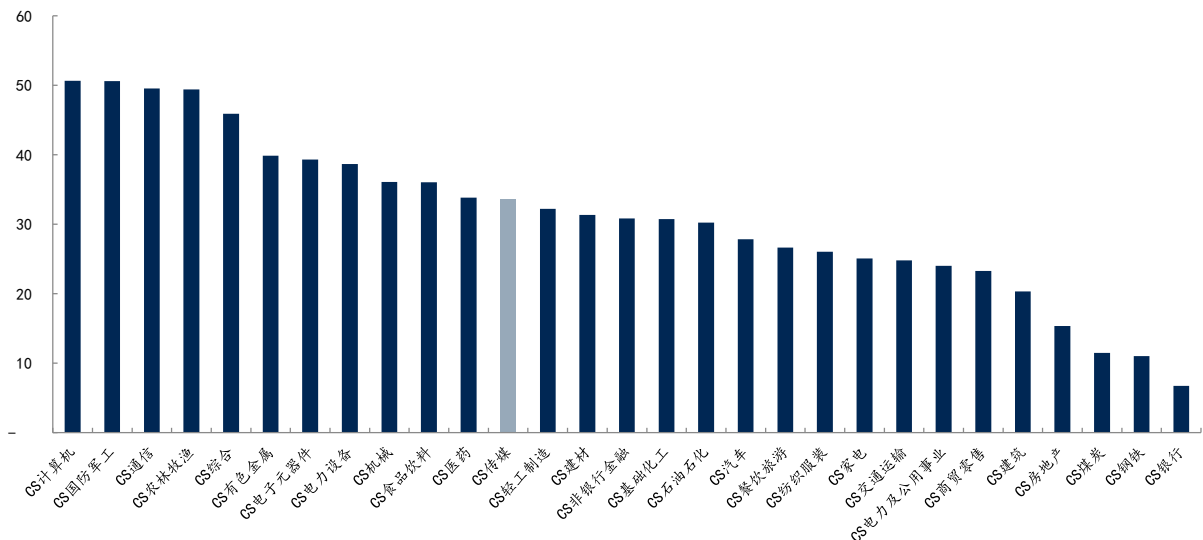
表 2: 年初至 6 月 20 传媒跌幅 TOP10 标的

排序	证券简称	涨幅 (%)
002143.SZ	*ST 印纪	-57.34
600652.SH	*ST 游久	-51.23
002113.SZ	ST 天润	-51.20
000038.SZ	深大通	-43.57
600242.SH	中昌数据	-43.44
002175.SZ	*ST 东网	-40.41
300104.SZ	乐视网	-32.13
600892.SH	大晟文化	-31.58
002354.SZ	天神娱乐	-28.44
300133.SZ	华策影视	-23.88

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

估值来看: 目前传媒板块估值水平 (PE-TTM) 为 33X (中值法, 剔除负值影响); 与中信一级子板块的各个行业相比较, 传媒板块估值水平在 29 个板块中位于中位水平。

图 3: 传媒板块与中信一级板块 TTM 市盈率比较



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

基金持仓: Q1 持仓市值提升, 板块配置意愿依然相对较低

2019Q1 传媒板块基金重仓持仓市值提升, 传媒重仓市值占全 A 重仓市值比例环比略降。 2019Q1 传媒板块公募基金重仓市值为 240.98 亿元, 相比于 2018Q4 的 190.30 亿元环比提升 26.64%。在重仓比重方面, 2019Q1 传媒板块重仓比例为 2.42%, 相比于 2018Q4 降低 0.04pct, 板块配置意愿相对较低。

图 4：2013Q1-2019Q1 传媒板块重仓市值及传媒板块重仓比重变化



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

2019Q1 传媒板块重仓持股总量环比增长 1.31 亿股，分众持股增长居前。 2019Q1，传媒板块公募基金重仓持股总量为 16.65 亿股，相比于 2018 年年底增加 1.31 亿股。2019Q1 传媒板块基金持仓 TOP3 为分众传媒、东方财富及星辉娱乐。季报持股变动数量排名第一的为分众传媒，2018Q1 其季报持仓变动为 3.13 亿股，基金重仓持股总量为 7.31 亿股。

表 3：2019Q1 传媒板块基金持仓 TOP10

名称	代码	持股占流通股比(%)	持股总市值(万元)	持股总量(万股)	季报持仓变动(万股)
分众传媒	002027.SZ	4.99	456,707.08	73,190.29	31,339.17
东方财富	300059.SZ	9.07	773,803.16	39,927.92	-10,888.76
星辉娱乐	300043.SZ	9.37	56,799.60	8,091.11	7,832.09
完美世界	002624.SZ	14.24	219,640.10	6,940.17	333.07
视觉中国	000681.SZ	20.69	169,310.95	6,423.03	-1,551.95
中南传媒	601098.SH	1.62	37,452.29	2,910.05	-957.45
游族网络	002174.SZ	4.33	66,205.73	2,781.75	-288.68
三七互娱	002555.SZ	1.66	36,804.69	2,647.82	2,324.27
光线传媒	300251.SZ	0.84	19,860.36	2,298.65	-1,511.84
上海钢联	300226.SZ	15.02	191,362.18	2,279.48	-51.54

资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

表 4：2019Q1 传媒板块基金重仓季报持股变动 TOP10

名称	代码	持股占流通股比(%)	持股总市值(万元)	持股总量(万股)	季报持仓变动(万股)
分众传媒	002027.SZ	4.99	456,707.08	73,190.29	31,339.17
星辉娱乐	300043.SZ	9.37	56,799.60	8,091.11	7,832.09
三七互娱	002555.SZ	1.66	36,804.69	2,647.82	2,324.27
省广集团	002400.SZ	0.56	3,731.65	935.25	885.25
梦网集团	002123.SZ	1.41	11,127.17	876.85	876.85
广电网络	600831.SH	1.08	7,873.19	707.38	707.38
凯撒文化	002425.SZ	1.62	10,781.33	1,305.25	555.77
华数传媒	000156.SZ	0.32	4,962.13	407.07	375.46
完美世界	002624.SZ	14.24	219,640.10	6,940.17	333.07
宝通科技	300031.SZ	1.81	6,982.20	464.55	281.69

资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

持股总量最多的 10 家公司为：分众传媒、东方财富、星辉娱乐、完美世界、视觉中国、中南传媒、游族网络、三七互娱、光线传媒、上海钢联。

持股总市值最多的 10 家公司为：东方财富、分众传媒、完美世界、上海钢联、视觉中国、吉比特、新经典、游族网络、星辉娱乐、中南传媒。

持股占流通股比重最高的 10 家公司为：新经典、视觉中国、元隆雅图、上海钢联、完美世界、吉比特、星辉娱乐、东方财富、凯文教育、分众传媒。

表 5：2019Q1 传媒板块基金持股情况

排序	名称	持股总量(万股)	排序	名称	持股总市值(万元)	排序	名称	持股占流通股比(%)
1	分众传媒	73,190.29	1	东方财富	773,803.16	1	新经典	26.36
2	东方财富	39,927.92	2	分众传媒	456,707.08	2	视觉中国	20.69
3	星辉娱乐	8,091.11	3	完美世界	219,640.10	3	元隆雅图	16.80
4	完美世界	6,940.17	4	上海钢联	191,362.18	4	上海钢联	15.02
5	视觉中国	6,423.03	5	视觉中国	169,310.95	5	完美世界	14.24
6	中南传媒	2,910.05	6	吉比特	85,230.01	6	吉比特	10.01
7	游族网络	2,781.75	7	新经典	83,869.27	7	星辉娱乐	9.37
8	三七互娱	2,647.82	8	游族网络	66,205.73	8	东方财富	9.07
9	光线传媒	2,298.65	9	星辉娱乐	56,799.60	9	凯文教育	5.16
10	上海钢联	2,279.48	10	中南传媒	37,452.29	10	分众传媒	4.99

资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

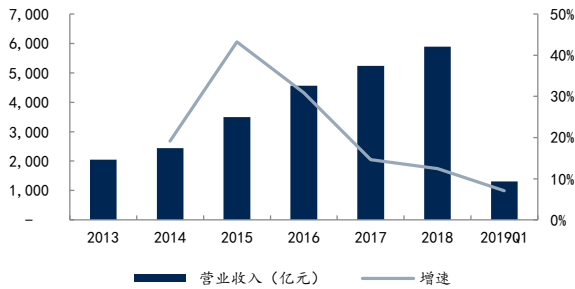
行业状况：A 股商誉减值拖累业绩成长，中概互联网细分赛道暖春仍在

A 股年报及一季报：商誉集中减值，板块业绩下行

2018 年传媒板块整体收入增速平稳，大规模商誉减值下净利润出现较大调整。2018 年传媒板块实现营业收入 5887 亿元，同比增长 12%；实现归母净利润为 -164 亿元，同比下降 142%。2018 年传媒板块整体商誉减值损失 431 亿元，同比增长 588%，共计 70 家传媒公司计提了商誉减值损失（占比 50%）。剔除商誉减值影响，2018 年传媒板块归母净利润增速为 -32%，板块业绩依然下行。

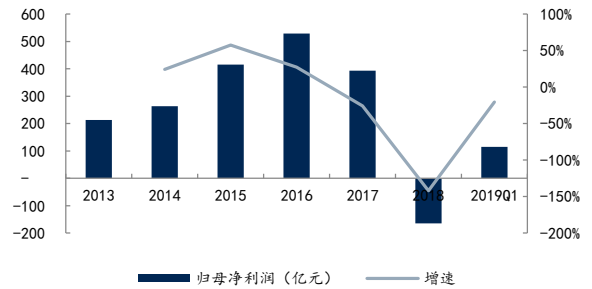
2019Q1 传媒板块净利润依然承压。2019Q1 传媒板块实现营业收入 1312 亿元，同比增长 7%；实现归母净利润 115 亿，同比下降 21%。

图 5：传媒行业营业收入及增速变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 6：传媒行业归母净利润及增速变化



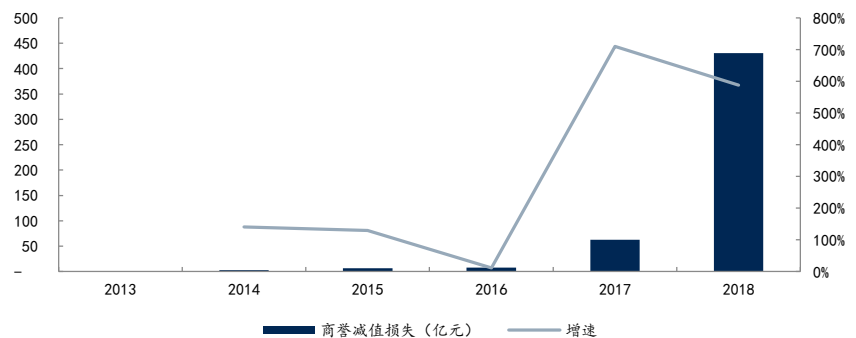
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

表 6：传媒行业商誉减值损失 TOP10 公司

代码	名称	商誉减值损失 (亿元)
002354.SZ	天神娱乐	40.60
300315.SZ	掌趣科技	33.80
002247.SZ	聚力文化	29.65
300269.SZ	联建光电	27.32
000038.SZ	深大通	21.23
300343.SZ	联创互联	20.71
000793.SZ	华闻传媒	19.56
002131.SZ	利欧股份	18.09
002445.SZ	ST 中南	15.29
002502.SZ	骅威文化	12.97

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 7：传媒行业商誉减值损失变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

细分板块来看：

1) 版号重启下，游戏板块业绩出现回暖。2019Q1 游戏板块收入同比增长 11%，归母净利润同比增长 3%，板块业绩开始回暖。其中，浙数文化、昆仑万维、宝通科技、迅游科技、吉比特、完美世界在 2019Q1 均收入及净利润双升，业绩增速达到 30% 以上。

2) 广电及平面媒体板块收入及业绩增速稳定。广电板块 2018 年收入同比增长 11%，归母净利润同比增长 7%；2019Q1 收入同比增长 5%，归母净利润同比增长 48%；广电板块收入增速稳定，2019Q1 广电板块业绩增速高企主要系广电传媒（毛利率下降显著）、中视传媒（费用率下降显著）、华数传媒（费用率下降显著）、歌华有线（公允价值变动产生 1.49 亿收益）业绩增速均超过 40%。

3) 政策影响下，影视板块业绩持续承压。影视板块 2018 年收入同比增长 5%，净利润同比下降 529%；2019Q1 年收入同比下降 33%，净利润同比下降 68%。其中电视剧板块受相关政策影响更为显著，2018 及 2019Q1 收入端均出现下降，净利润同比降幅分别为 -424% 及 -93%。

4) 营销板块 2018 年收入增速亮眼，受分众传媒影响 2019Q1 收入及业绩表现较差。2018 年营销板块收入增速达到 23%，主要受省广股份、蓝色光标、元隆雅图等标的拉动。2019Q1 营销板块收入同比增长 2%，净利润同比下降 49%，主要受分众传媒业绩下滑 77% 影响。

表 7：传媒各细分版块收入变化（亿元）

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	YOY	2019Q1	YOY
游戏	235	255	343	486	559	581	4%	154	11%
阅读	10	16	21	31	42	46	8%	10	-6%
广播电视	301	336	531	586	597	662	11%	136	5%
营销	337	376	600	823	991	1,220	23%	259	2%
平面媒体	616	717	827	903	904	942	4%	196	7%
互联网	101	229	480	791	980	1,190	21%	266	18%
影视	277	327	500	675	801	844	5%	138	-33%
——电影	145	183	267	318	358	365	2%	95	-11%
——电视剧	132	144	180	244	269	228	-15%	42	-93%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

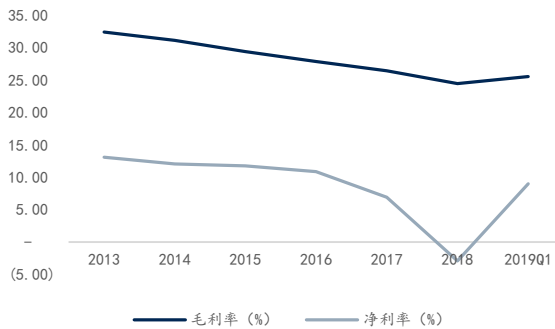
表 8：传媒各细分版块归母净利润变化（亿元）

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	YOY	2019Q1	YOY
游戏	26	38	61	103	137	-69	-150%	33	3%
阅读	2	2	2	3	5	-9	-275%	1	-40%
广播电视	43	51	78	77	63	67	7%	20	48%
营销	11	26	58	81	77	-3	-104%	10	-49%
平面媒体	70	76	86	96	91	31	-66%	21	7%
互联网	14	20	42	35	-126	-32	-75%	8	58%
影视	31	43	41	56	47	-203	-529%	11	-68%
——电影	20	26	41	46	47	12	-74%	9	-40%
——电视剧	11	16	26	41	38	-124	-424%	2	-93%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

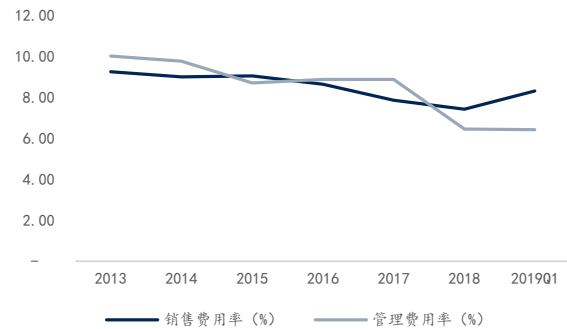
盈利能力：整体毛利率呈下降趋势，费用率趋降。2018 年传媒板块毛利率 24.40%，同比下降 2pct；2019Q1 传媒板块毛利率 25.48%，同比下降 2pct。2019Q1 传媒板块净利率为 8.97%，同比下降 3pct。期间费用方面，2018 年销售费用率及管理费用率均下降，2019Q1 销售费用率同比上升 1pct，管理费用率下降 2pct。

图 8: 传媒行业毛利率及净利率变化



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

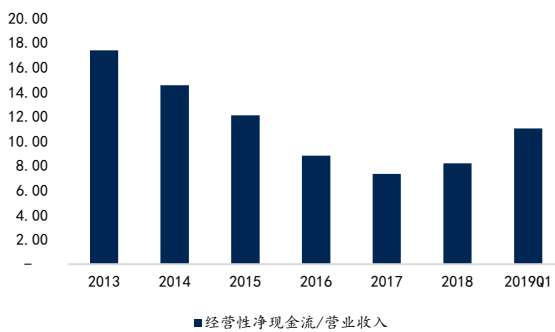
图 9: 传媒行业期间费用率变化



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

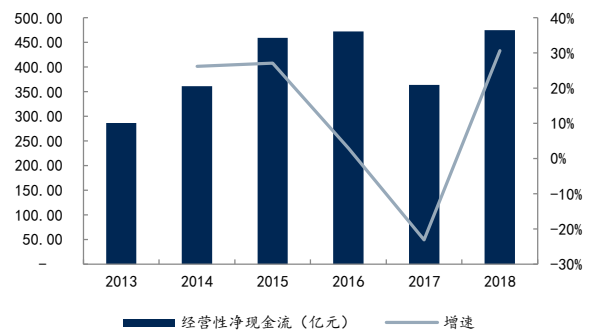
收益质量: 经营性净现金流整体回升显著。2018 年传媒板块经营性净现金流为 474.57 亿元, 同比增长 31%。2018 年传媒板块经营性净现金流/营业收入为 8.18, 同比提升 1pct; 2019Q1 传媒板块经营性净现金流/营业收入 11.02, 同比大幅提升 12pct。

图 10: 传媒行业经营性净现金流/营业收入变化 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

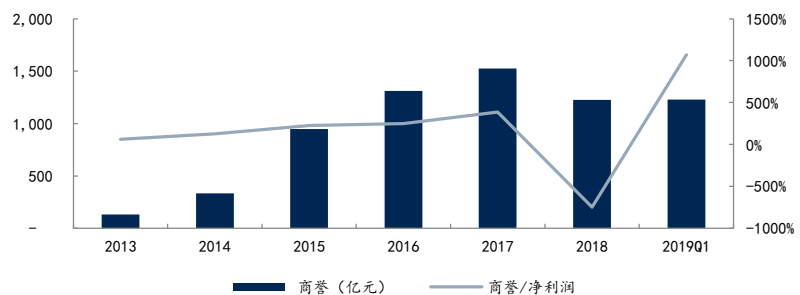
图 11: 传媒行业经营性净现金流变化



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

商誉方面: 板块商誉下降, 但商誉/净利润比值依然高企。在 2018 年 70 家传媒公司大幅计提商誉减值后, 2018 年板块整体商誉为 1227 亿元, 同比下降 20%; 2019Q1 板块整体商誉为 1229 亿元, 同比下降 21%。但从商誉/净利润来看, 2019Q1 传媒板块商誉/净利润为 1070%, 为历史最高值。

图 12: 传媒行业商誉及商誉/净利润变化



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

中报前瞻：从已披露业绩预告的公司情况来看，业绩预增标的 3 家，略增标的 3 家，预减标的 2 家，续亏标的 2 家，首亏标的 1 家。龙头公司分众传媒业绩变化区间预计为-78%~-67%，原因在于公司自 2018 年第二季度起大幅扩张电梯类媒体资源，导致公司 2019 年上半年在媒体资源租金、设备折旧、人工成本及运营维护成本等同比均有较大幅度增长；三七互娱业绩变化区间预计为 12%~25%，主要系《斗罗大陆》H5 等优质游戏上线，提升公司业绩；麦达数字业绩变化区间预计为 65%~140%，原因在于公司通过布局和锁定优质标的，2018H1 将计入较大投资收益。

表 9：2019H1 传媒行业主要板块业绩预告情况（亿元）

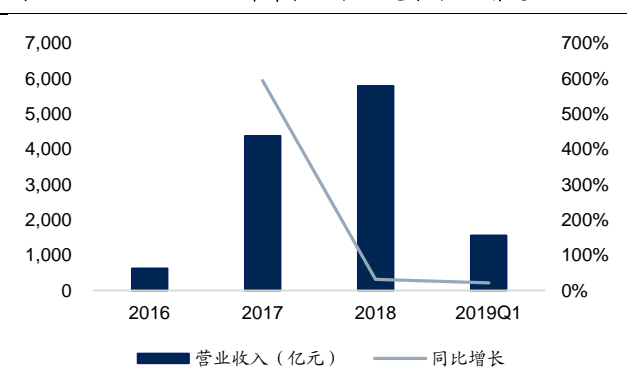
证券代码	证券简称	预告净利润同比增长上限%	预告净利润同比增长下限%	业绩预告类型
002113.SZ	ST 天润	150	100	预增
002425.SZ	凯撒文化	120	70	预增
002137.SZ	麦达数字	140	65	预增
002188.SZ	*ST 巴士	84	64	续亏
002175.SZ	*ST 东网	45	28	续亏
002555.SZ	三七互娱	25	12	略增
002292.SZ	奥飞娱乐	25	5	略增
002517.SZ	恺英网络	-56	-70	预减
002027.SZ	分众传媒	-67	-78	预减
002354.SZ	天神娱乐	-129	-172	首亏

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

中概互联网：细分赛道暖春仍在，视频及直播居前

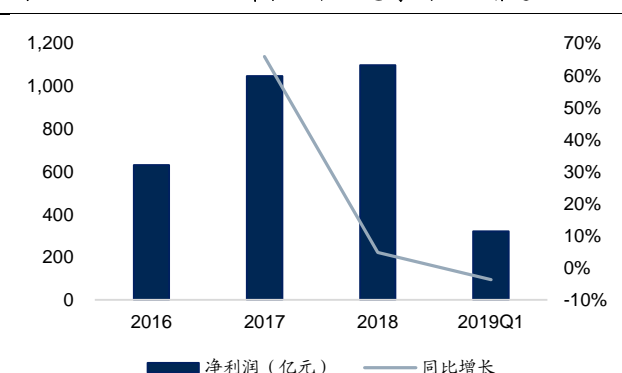
财务表现：2018 年，各板块净利润涨跌互现，整体净利润同比增幅为 22.15%。2018 年，互联网四大板块中，媒体板块及游戏板块大部分由进入稳定变现期的巨头公司构成，其净利润增量为正，其中，媒体板块实现净利润 295.55 亿元，同比增长 44%；游戏板块实现净利润 848.71 亿元，同比增长 3%。视频及音频板块亏损持续扩大，2018 年，该板块净亏损 78.29 亿元，亏损同比扩大 202%，主要系爱奇艺亏损持续扩大。直播板块实现净利润 30.87 亿元，同比降低 31%，主要系虎牙亏损扩大严重，YY 净利润同比下滑 11%。

图 13：2016-2019Q1 年中概股板块总营收及增速



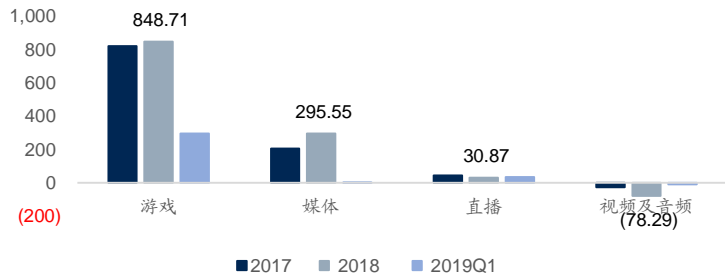
资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理

图 14：2016-2019Q1 中概股板块总净利润及增速



资料来源：CEIC，国信证券经济研究所整理

图 15: 2017-2019Q1 互联网各版块净利润 (亿元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

视频板块: 广告变现遇冷, 非广告变现成主战场

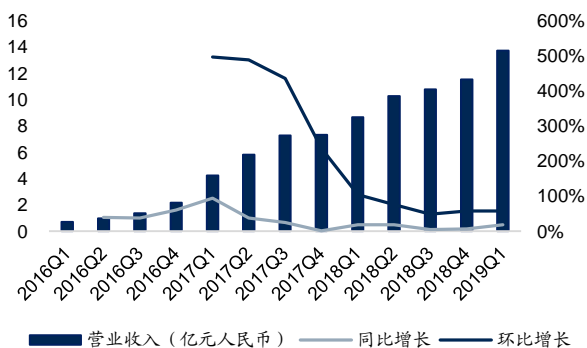
财务表现: 2019Q1, 两大视频平台 B 站及爱奇艺亏损规模持续扩大, 腾讯音乐虽已实现盈利, 其单用户价值尚待深耕。2019Q1, 在线视频及音频三家上市公司共实现营收 141 亿元, 净亏损 10.24 元, 净亏损率为 23.01%。在运营数据持续向好的同时, 视频平台 B 站及爱奇艺均已连续两年亏损, 2018 年其净亏损率分别为-13.4%及-36.5%。B 站亏损扩大的主要原因系广告收入下滑及销售费用增长; 爱奇艺亏损扩大的主要原因系广告收入下滑及内容投入持续增长。腾讯音乐已实现连续 2 年盈利, 其主要收入来源为社交娱乐付费(直播)及会员订阅, 两项业务的付费渗透率均在 6%以下, 单用户价值可提升空间较大。

表 10: 2019Q1 视频板块营收及表现

公司	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	净利润 YOY	净利率-	盈利说明
腾讯音乐	57.36	9.86	17.36%	17.19%	连续 2 年及以上盈利
哔哩哔哩	13.74	-1.96	-237.31%	-14.24%	连续 2 年及以上亏损
爱奇艺	69.90	-18.14	-358.43%	-25.95%	连续 2 年及以上亏损
合计	141.00	-10.24		-23.01%	

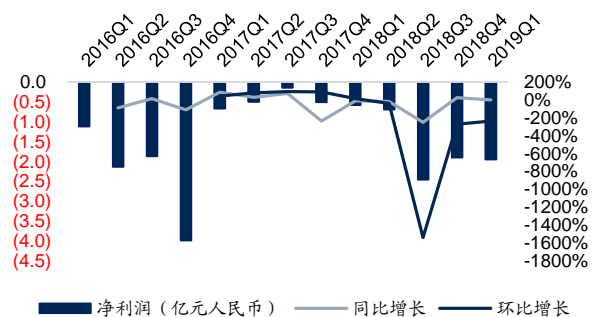
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 16: 2016Q1-2019Q1 哔哩哔哩营收及增速



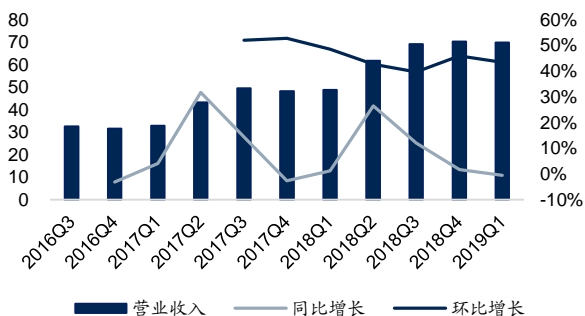
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 17: 2016Q1-2019Q1 哔哩哔哩净利润及增速



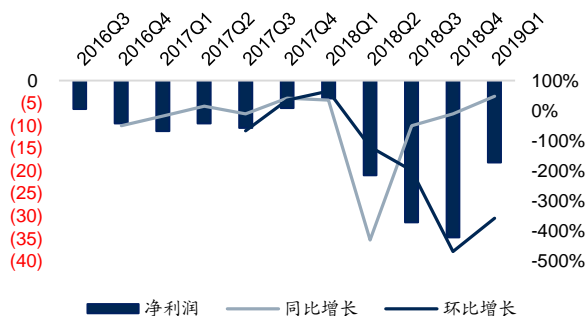
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 18: 2016Q3-2019Q1 爱奇艺营收及增速



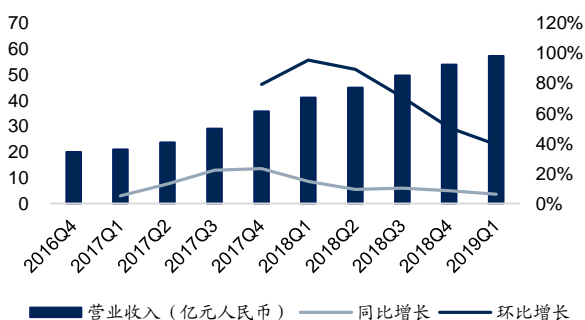
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 19: 2016Q3-2019Q1 爱奇艺净利润及增速



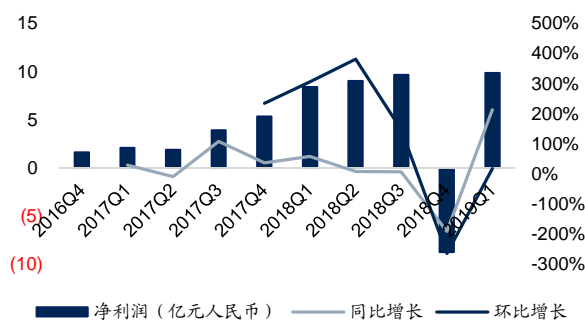
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 20: 2016Q4-2019Q1 腾讯音乐营收及增速



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

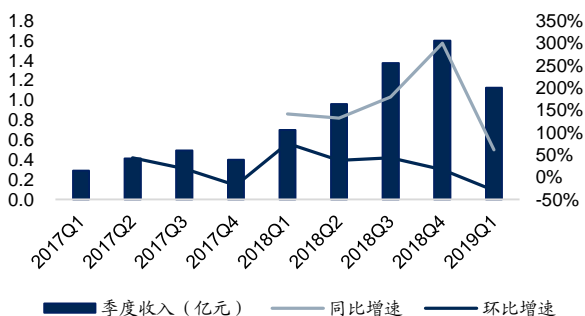
图 21: 2016Q4-2019Q1 腾讯音乐净利润及增速



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

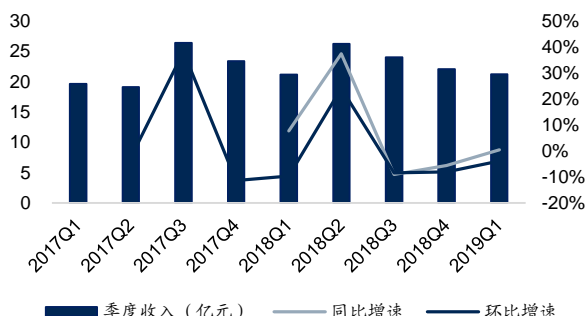
广告业务: 受宏观经济影响, 中国广告市场进入调整期, 2019Q1 视频平台广告收入均出现不同程度的环比下滑。2019Q1, B 站广告收入延续 2018Q4 疲软态势, 实现营收 1.13 亿元, 环比降低 30%; 爱奇艺广告收入连续三个季度环比下滑, 2019Q1, 爱奇艺广告收入为 21.19 亿元, 环比降低 4%, 为 2018Q3 以来连续三个季度下滑。互联网平台广告业务表现与中国广告市场基本吻合, CTR 数据显示, 2018 年, 广告主对整体经济市场的信心波动致使中国广告市场重新进入调整期, 2019Q1, 中国广告市场整体下滑 11.2%, 其中互联网媒体广告刊例收入下滑 5.6%。

图 22: 2017Q1-2019Q1 哔哩哔哩广告营收及增速



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 23: 2017Q1-2019Q1 爱奇艺广告营收及增速



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

媒体板块：下沉市场格局未定，人口红利尚存

财务表现：老牌互联网媒体巨头百度、微博流量已实现深度变现，受短视频分流及宏观经济影响，2019Q1，财务表现式微；趣头条亏损扩大，公司尚属成长期。

1) 百度：2019Q1，百度实现营收 241.23 亿元，同比增长 15.38%，环比降低 11.3%，公司 2018Q4 及 2019Q1 连续两个季度营收负增长；实现归母净利润-3.27 亿元，同比降低 104.88%，环比降低 115.71%，为 2016 年以来首次单季度亏损，主要原因系网络营销服务收入下滑。

2) 微博：2019Q1，微博实现营收 27.57 亿元，同比增长 14%，环比降低 17.22%；实现净利润 10.37 亿元，同比增长 51.52%，环比降低 10.18%，业绩增速下降的主要原因系 MAU 及广告收入增速下滑。

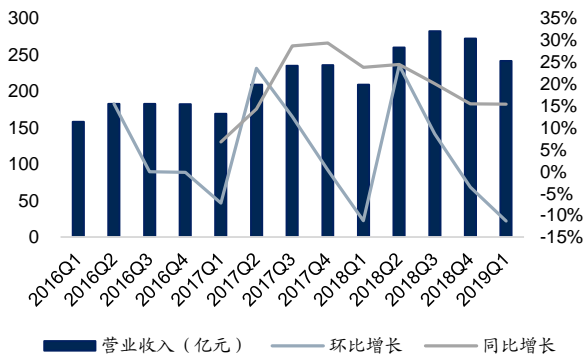
3) 趣头条：趣头条亏损扩大，单 MAU 销售费用有所下降，平台尚属成长期，变现效率较低。

表 11：2019Q1 媒体板块最新财务表现（亿元）

公司	营业收入	环比增速	同比增速	净利润	环比增速	同比增速
百度	241.23	-11%	15%	-3.27	-116%	-105%
微博	33.07	4%	34%	11.43	1%	34%
趣头条	27.57	-17%	14%	10.37	-10%	52%

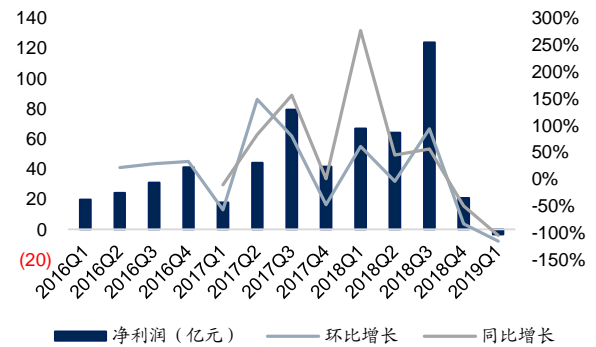
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 24：2016Q1-2019Q1 百度营收及增速



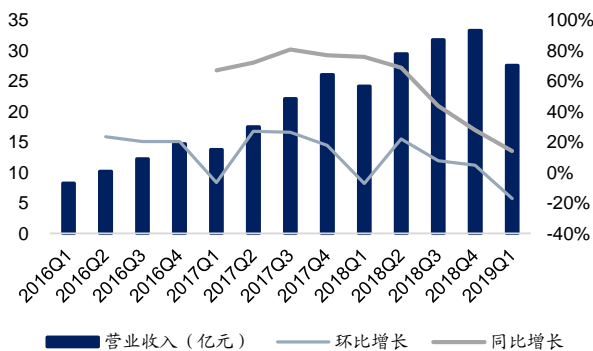
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 25：2016Q1-2019Q1 百度归母净利润及增速



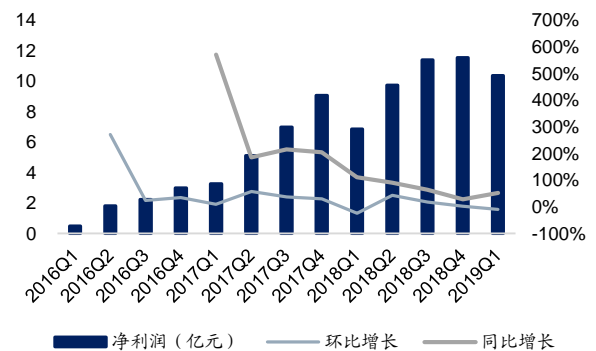
资料来源：公司公告，wind，国信证券经济研究所整理

图 26：2016Q1-2019Q1 微博营收及增速



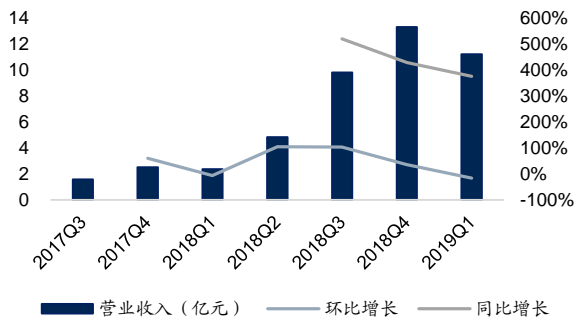
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 27：2016Q1-2019Q1 微博净利润及增速



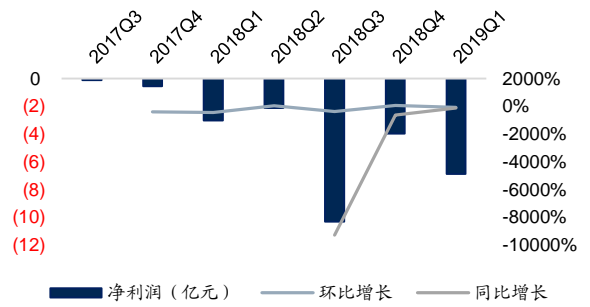
资料来源：公司公告，wind，国信证券经济研究所整理

图 28: 2017Q3-2019Q1 趣头条营收及增速



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 29: 2017Q3-2019Q1 趣头条净利润及增速



资料来源: 公司公告, wind, 国信证券经济研究所整理

广告收入: “头条系”崛起+视频内容抢占图文用户时长, 叠加宏观经济影响, 百度、微博两大老牌媒体巨头广告收入延续颓势, 趣头条尚属发展期, 广告主认可度尚待提升。 Questmobile 数据显示, 2019Q1, “头条系” App 使用时长占比为 11.3%, 同比增长 3.1pct, 百度系 App 使用时长占比为 6.9%, 同比下降 0.4pct。同时, 短视频显著分流用户使用时长, 2019Q1, 短视频用户总使用时长占比为 36.6%, 成为互联网领域使用时长最高的细分赛道, 用户使用时长的分流, 造成了百度及微博等传统互联网媒体的广告收入下滑。2019Q1, 百度网络营销收入为 176.57 亿元, 环比下滑 17%; 同期内, 微博广告收入为 3.41 亿美元, 环比降低 18%。趣头条专注下沉市场, 2019Q1 其用户获取及留存成本开始下降, 2019Q1, 其单 DAU 维护成本为 0.17 元, 连续两个季度下降。目前平台广告仍以中小型广告主的效果广告为主, 广告价值尚待验证。2019Q1, 受宏观经济及广告主信心的影响, 其单季度广告收入环比下滑 13%。

表 12: 2019Q1 媒体板块广告表现

公司	广告收入 (亿元)	同比增速	环比增速
百度	176.57	3%	-17%
微博	23.53	13%	-18%
趣头条	10.78	-	-13%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

直播板块: 直播业务告别高增长, 进入单用户价值提升期

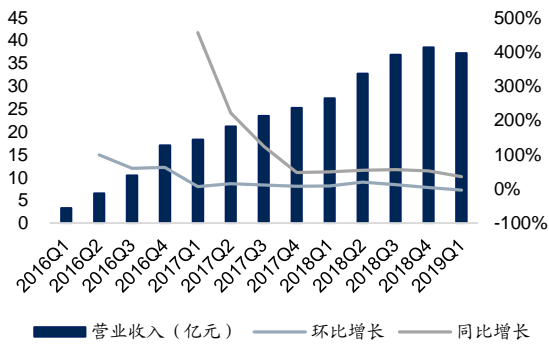
直播各平台所处阶段不同, 2019Q1 营收涨跌互现: 1) 陌陌: 2016 年, 陌陌引入直播业务后, 其营收及净利润出现爆发式增长。进入 2018 年以来, 伴随着直播行业降温及平台用户规模趋稳, 其业绩增速趋缓。2019Q1, 陌陌实现营收 37.23 亿元, 同比增长 36.07%; 实现净利润 2.89 亿元, 同比降低 64.63%, 主要系探探支出 4.67 亿元奖励金。**2) YY:** 得益于完善的公会体系和内部运营机制, YY 流量变现效率较高, 自 2016Q1 开始, 其业绩增速基本稳定。2019Q1, YY 实现营收 31.2 亿元, 同比增长 47.15%, 实现净利润 31.20 亿元, 同比增长 234.41%。**3) 虎牙:** 2019Q1, 虎牙实现营收 16.31 亿元, 同比增长 93.25%, 实现净利润 0.63 亿元, 同比增长 103%, 净利润增长的主要原因系用户付费率提升及分发技术持续优化所带来的成本缩减。

表 13: 2019Q1 直播板块财务表现

公司	营业收入 (亿元)	环比增速	同比增速	净利润 (亿元)	同比增速	环比增速
陌陌	37.23	-3.15%	36.07%	2.89	-56.28%	-64.63%
YY	47.81	3.02%	47.15%	31.20	352.83%	234.41%
虎牙	16.31	8%	93%	0.63	-37%	103%

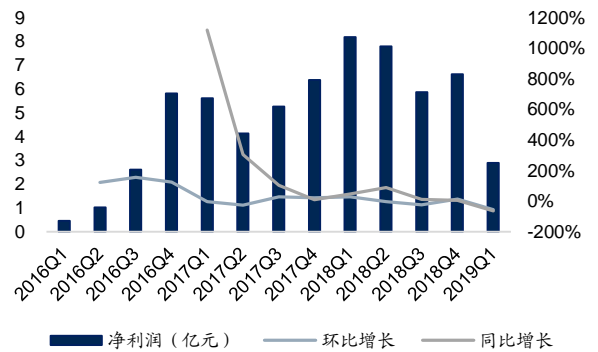
资料来源: 公司公告, wind, 国信证券经济研究所整理

图 30: 2016Q1-2019Q1 陌陌营收及增速



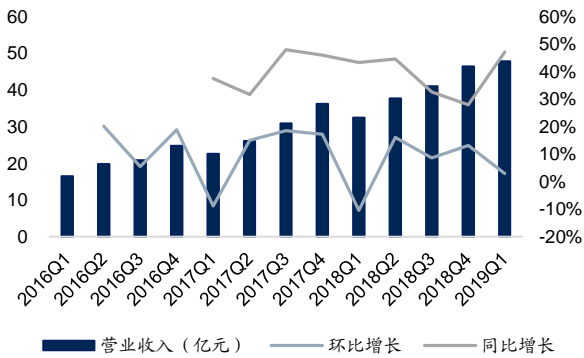
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 31: 2016Q1-2019Q1 陌陌净利润及增速



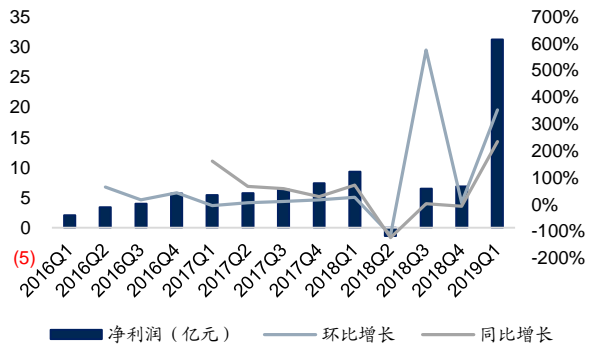
资料来源: 公司公告, wind, 国信证券经济研究所整理

图 32: 2016Q1-2019Q1 YY 营收及增速



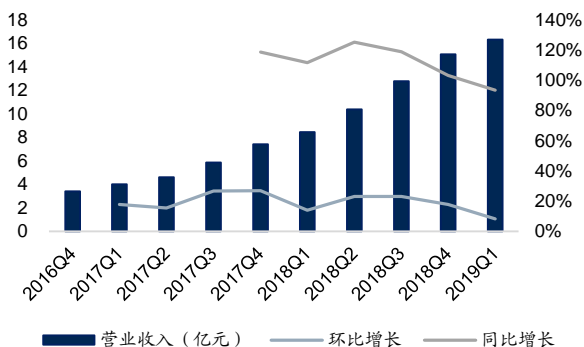
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 33: 2016Q1-2019Q1 YY 净利润及增速



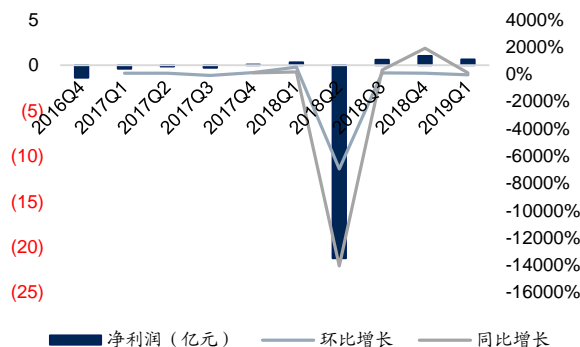
资料来源: 公司公告, wind, 国信证券经济研究所整理

图 34: 2016Q4-2019Q1 虎牙营收及增速



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 35: 2016Q4-2019Q1 虎牙净利润及增速

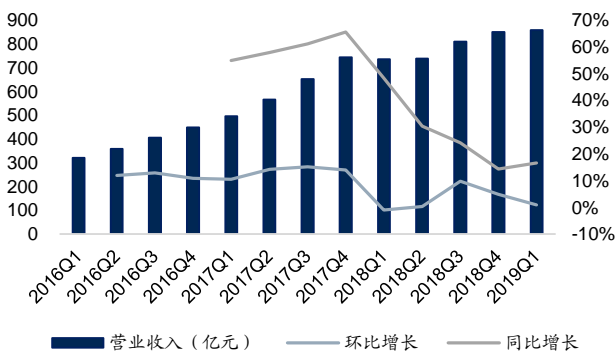


资料来源: 公司公告, wind, 国信证券经济研究所整理

游戏板块: 版号重启孕育希望

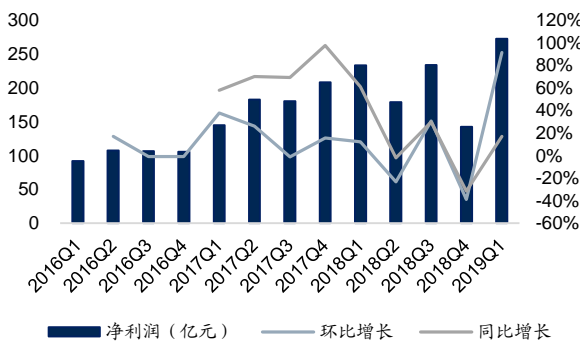
财务分析: 广告增速下滑致腾讯营收低于预期, 网易表现良好。1)腾讯: 2019Q1, 腾讯实现营业收入 857.1 亿元, 同比增长 16.57%, 环比增长 0.96%, 低于一致预期 3.7%, 营收低于预期的主要原因系广告收入增速下滑, 同时, 游戏业务同比微降; 实现归母净利润 272.1 亿元, 同比增长 17%, 环比增长 91.23%, 高于一致预期 4.52%, 主要原因系公司缩减销售及市场推广费率。2) 网易: 2019Q1, 网易实现营收 183.6 亿元, 同比增长 29.5%, 环比降低 7.5%, 超出一致预期 2.6%; 实现归母净利润 30.2 亿元, 超出一致预期 44%, 主要原因系公司成本控制效果显著, 2019Q1 毛利率达 44%, 同比提升 5pct, 销售费用及管理费用同比均显著下降。

图 36: 2016Q1-2019Q1 腾讯营收及增速



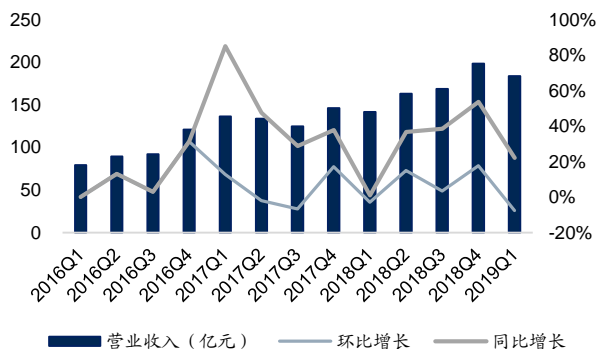
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 37: 2016Q1-2019Q1 腾讯净利润及增速



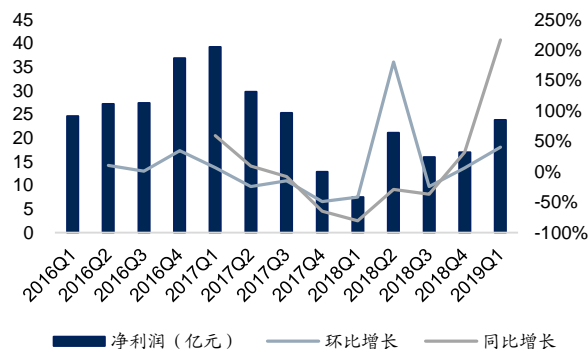
资料来源: 公司公告, wind, 国信证券经济研究所整理

图 38: 2016Q1-2019Q1 网易营收及增速



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

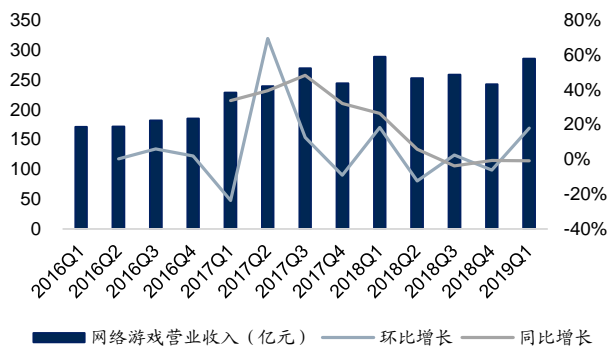
图 39: 2016Q1-2019Q1 网易净利润及增速



资料来源: 公司公告, wind, 国信证券经济研究所整理

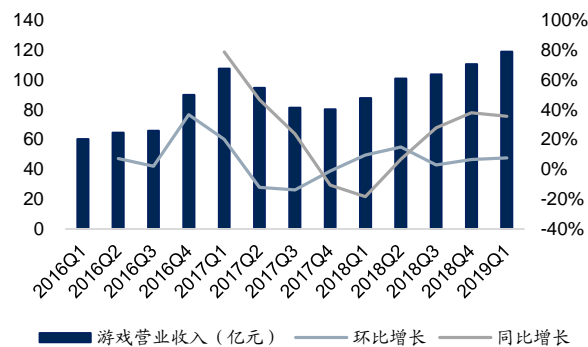
游戏表现: 19Q1 巨头表现良好, 游戏向好趋势有望持续。 1) **腾讯:** 2019Q1, 腾讯游戏收入为 285 亿元, 同比降低 0.97%, 环比增长 17.77%, 游戏业务收入基本符合预期, 主要原因系版号影响致新游上线推迟。随着游戏版号重启, 其热门游戏《和平精英》已经取得版号, 2019 年二季度及三季度公司有多款优质游戏即将上线, 预计游戏收入将持续向好。2) **网易:** 2019Q1, 网易游戏收入为 118.5 亿元, 同比增长 35.3%, 环比增长 7.53%, 其中, 手游收入占比达 72%, 手游、端游均实现较高增长, 主要原因系公司老牌游戏表现持续稳定, 叠加一季度春节假期利好, 游戏收入表现较好。公司部分游戏在 5 月取得版号, 即将推出《堡垒前线》、《遇见逆水寒》等最新游戏。同时, 公司游戏储备丰富, 如《梦幻西游 3D》、《轩辕剑: 龙舞云山》等。2019Q1, 网易游戏收入主要来自储备 IP, 后续新游推出后, 游戏营收有望进一步提升。

图 40: 2016Q1-2019Q1 腾讯游戏收入及增速



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 41: 2016Q1-2019Q1 网易游戏收入及增速



资料来源: 公司公告, wind, 国信证券经济研究所整理

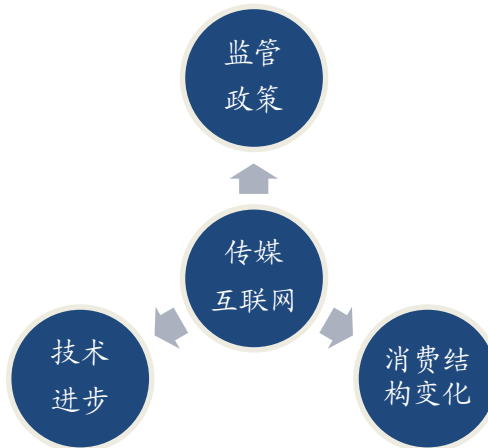
底部蓄力, 等待新一轮内容及科技红利周期

传媒行业自身成长及资本市场表现的核心驱动要素来自于三个维度: 短期在于监管政策 (资本市场、行业监管等), 中期在于技术演进, 长期趋势在于消费结构变化。

2012 年底到 2015 年, 在叠加内容消费人口红利释放 (典型如电影)、技术进步 (移动互联网普及带动手游、直播、数字营销等领域高速增长)、友好的监管政

策（行业政策及资本市场监管政策，典型如并购重组等）三方面因素之下，传媒互联网行业迎来了行业与资本的高速成长期。而从 16 年至今，传媒板块无论从股票市场表现还是行业趋势均步入了下行周期，核心在于上一轮移动互联网所带来的科技红利释放殆尽。

图 42：传媒行业驱动要素分解

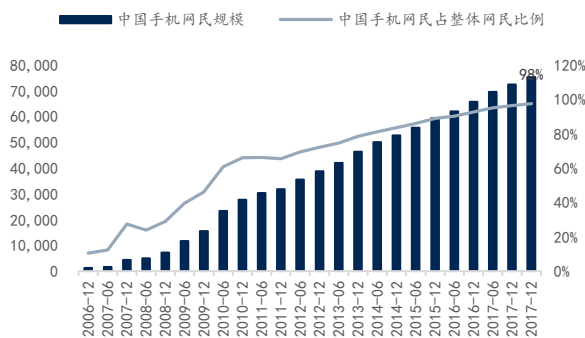


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

移动互联网月活跃设备用户数增速显著放缓，互联网人口红利基本见顶。 QuestMobile 数据显示，进入 2018 年以来，我国移动互联网月活跃设备用户增速显著放缓，2018 年 3 月，移动互联网月活跃设备用户数为 10.95 亿，同比增长 5%；2017 年 12 月，我国手机网民规模为 7.52 亿人，手机网民站整体网民比例已高达 98%，流量红利已经结束，可转化空间见顶。

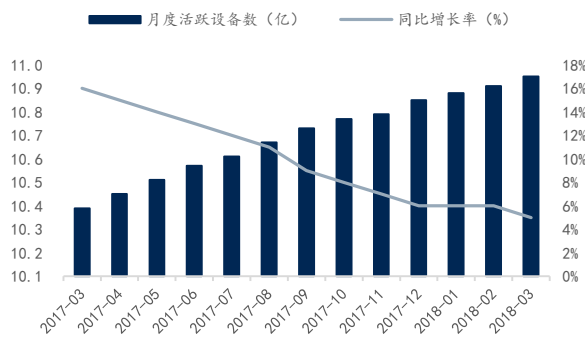
伴随互联网人口红利见顶，互联网人口红利消减下，整体广告规模增速趋缓。 2015 年以来，伴随移动互联网渗透率趋高、人口红利逐步降低，全媒体广告增速趋缓。2015-17 年中国广告市场规模复合增速 7.44%，2018 年前三季度广告市场规模增速为 5.7%，整体广告市场维持平稳增长状态。此外，2018 年前三季度互联网广告整体规模增速放缓至 7%。

图 43：中国手机网民规模及网民占比



资料来源：《中国互联网调查统计》，国信证券经济研究所整理

图 44：2017.03-2018.03 移动互联网月活跃设备数



资料来源：QuestMobile，国信证券经济研究所整理

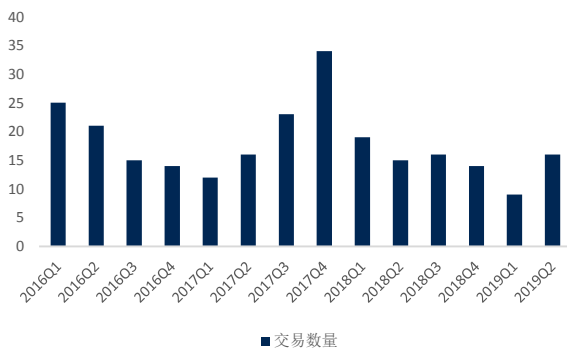
我们认为：1) 在当前的政策环境及缺乏新技术应用下，影视行业或将仍处于底部蓄力阶段，游戏板块有望在版号发放正常化之下回归较高增速；2) 关注 5G 商用及其他技术引入所带来的全新科技红利释放可能，重点关注广电行业、超高清视频、VR/AR、云游戏等领域。

内容：影视板块底部蓄力，游戏向上

影视：国产内容制作底部蓄力，进口片接棒票房市场有望持续增长

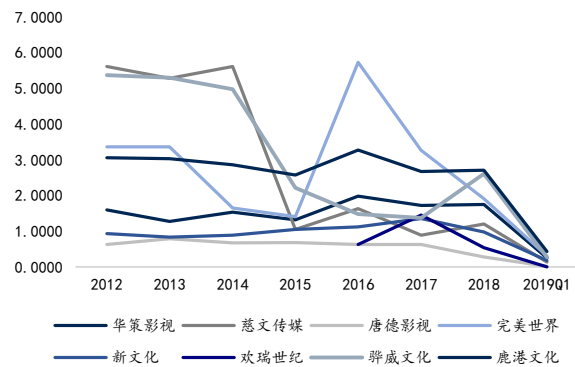
演员限薪、题材收紧等政策影响下，国产影视内容制作产能将走低。一方面，演员片酬限额制度将降低流量明星收入，短期内会导致制作机构要素匹配时间成本增加；另一方面，影视内容题材收紧之下，制作机构储备项目调整，项目推进进度将受到影响。从影视娱乐版块并购交易热度来看，2018年以来资本活跃度持续走低；从主要影视公司存货周转率来看，2017-2019Q1主要影视内容公司存货周转率出现下降。

图 45：影视娱乐版块并购交易数量



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 46：主要影视内容公司存货周转率变化



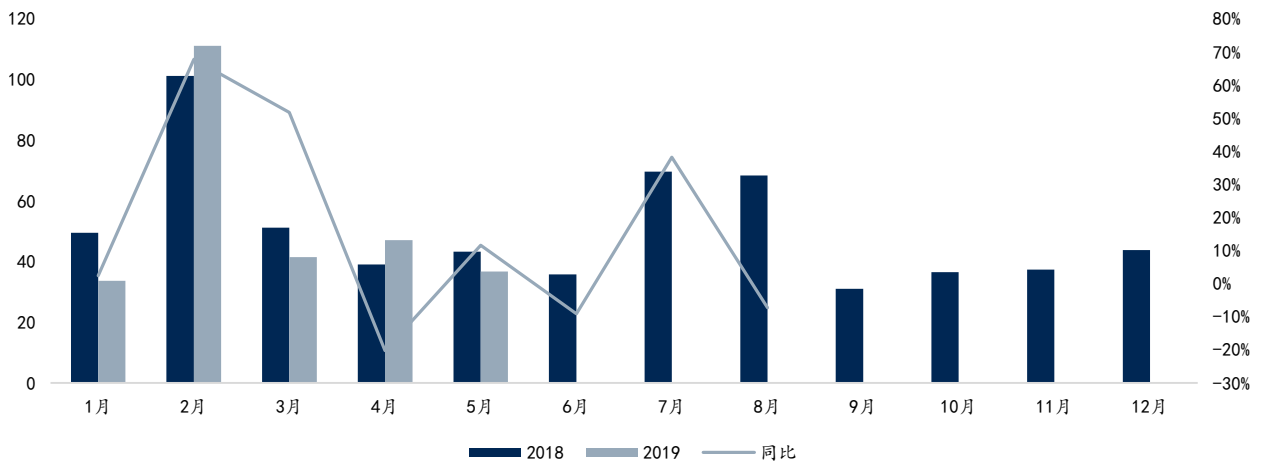
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

电影市场方面，2019年1-5月国内电影市场票房269.85亿元，同比下降5%；2019Q1，国内观影人次4.77亿人次，同比下降15%。

国产影片质量攀升，供给趋于平稳，关注暑期档表现。展望2019H2，国产内容供给预计将整体平稳，《八佰》定档暑期有望再掀热潮。经历了2016-17年电影市场低投资回报率阶段，制作端市场持续沉淀，2017H2-19H1年国产影片豆瓣均分出现触底回升、内容质量提升明显，经历了一个明显的票房回暖周期；2018-2019H1高票房影片《红海行动》《我不是药神》《无名之辈》《流浪地球》等热映影片豆瓣评分均超过8分；但从产能周期上，2019年国产影片数量预计将与2018年持平，关注暑期档优质影片《八佰》（管虎）、《伟大的愿望》（田羽生）、《诛仙》（程小东）等市场表现。

2019年将为进口片大年，有望成为票房市场主要拉动力。2019年进口片主要包括经典IP续集如《星球大战9》《终结者6》《一条狗的使命2》《复仇者联盟4》《勇敢者游戏2》《玩具总动员4》等，以及漫威的《惊奇队长》、动画真人影片《阿拉丁》《狮子王》等，其中，暑期档进口片定档影片包括《千与千寻》《爱宠大机密2》《使徒行者2》等；2018年票房TOP10进口片豆瓣均分达7.2分、较2017年口碑回升，我们预计2019年全年角度进口影片有望接棒国产片回暖周期，成为拉动票房大盘增长的主要动力。

图 47: 2019 vs 2018 月度票房表现 (亿元)



资料来源: 猫眼、艺恩, 国信证券经济研究所整理

表 14: 2019 年暑期档影片梳理

名称	导演	上映日期	类型
千与千寻	宫崎骏	2019-6-21	动画、奇幻
玩具总动员 4	乔什·库雷	2019-6-21	喜剧、动画
少年的你	曾国祥	2019-6-27	爱情、青春
蜘蛛侠: 英雄远征	乔·沃茨	2019-6-28	动作、冒险
八佰	管虎	2019-7-5	剧情、战争
素人特工	袁锦麟	2019-7-5	喜剧、动作
爱宠大机密 2	克里斯·雷纳德	2019-7-5	喜剧、动画
扫毒 2 天地对决	邱礼涛	2019-7-12	剧情、动作
伟大的愿望	田羽生	2019-7-18	喜剧、青春
鼠胆英雄	束焕, 邵丹	2019-7-19	喜剧、爱情
刀背藏身	徐浩峰	2019-7-19	剧情、动作
银河补习班	邓超, 俞白眉	2019-7-26	剧情、家庭
跳舞吧! 大象	林育贤	2019-7-26	剧情、喜剧
小 Q	罗永昌	2019-8-1	剧情
烈火·英雄	陈国辉	2019-8-1	剧情、灾难
诛仙	程小东	2019-8-8	剧情、古装
使徒行者 2: 谍影行动	文伟鸿	2019-8-9	剧情、动作
上海堡垒	滕华涛	2019-8-9	科幻、战争
全职高手之巅峰荣耀	史涓生, 邓志巍	2019-8-16	剧情、动画
哪吒之魔童降世	饺子	2019-8-16	喜剧、动画

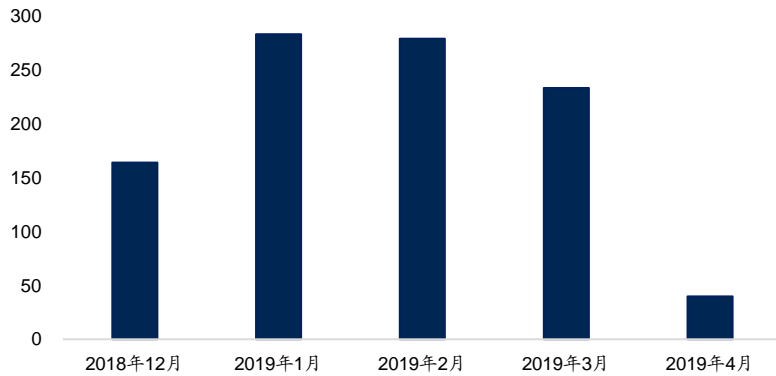
资料来源: 猫眼、艺恩, 国信证券经济研究所整理

游戏: 版号发放常态化, 行业增速有望触底回升

版号发放正式恢复, 预计 2019 年月度发放有望进入常态。2018 年经历了 9 个月的版号暂停、6 个月的文号冻结后, 2018 年 12 月国家新闻出版总局公布首批 80 个游戏产品版号。2019 年 1-4 月, 国产网络游戏审批数量达 999 个。2018 年, 我国游戏行业的政策性改革主要包括版号总量限制、实名制及防沉迷系统

逐步落地，并建立网络游戏道德审查委员会，2019年基本延续上述监管态势，版号审批逐步进入新常态。我们判断，游戏审核趋严有望提升游戏产品质量、用户注意力有望向头部优质游戏进一步集中，叠加2018年游戏板块估值下行，2019年游戏板块有望迎来回暖。

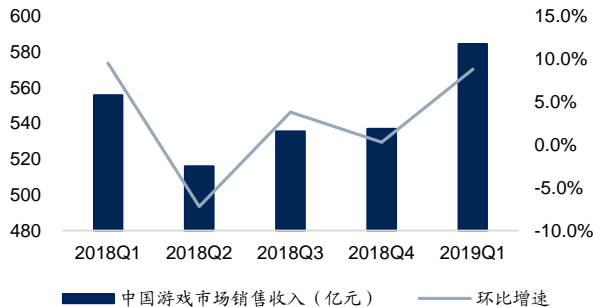
图 48: 2018 年 12 月-2019 年 4 月国产网络游戏获批数量



资料来源：国家新闻出版广电总局，国信证券经济研究所整理

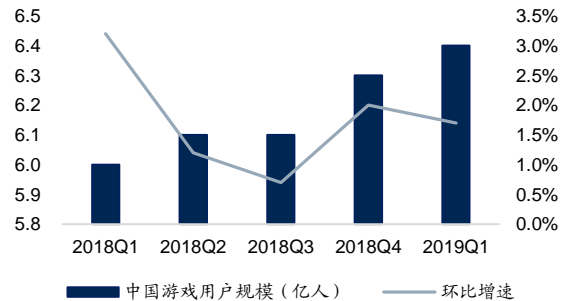
2019Q1，游戏行业复苏迹象已开始显现。中国音数协游戏工委发布的《中国游戏产业报告》显示，2019Q1，中国游戏市场整体呈现回升的态势，实际销售收入达到 584.4 亿元，相比 2018 年同期增长 47.4 亿元，同比增长 5.1%，环比增长 8.8%。且游戏市场结构已趋于稳定，用户规模继续扩大，已突破 6.4 亿人，同比增长 6.7%，仍有一定上升空间。

图 49: 2018Q1-2019Q1 中国游戏市场销售收入



资料来源：《中国游戏产业报告》，国信证券经济研究所整理

图 50: 2018Q1-2019Q1 中国游戏用户规模及增速



资料来源：《中国游戏产业报告》，国信证券经济研究所整理

5G 发牌、全网整合，广电行业迎来涅槃良机

与美国广电行业相比，我国广电业与电信业“混业经营”政策滞后以及电视网在省级层面割据，造成我国有线电视运营商（各地方广电公司）收入单一（宽带业务滞后三大运营商多年，难以分得市场份额）、新业务开展障碍较大。

表 15: 中美广电产业对比

	中国	美国	差异
政策层面	2016 年, 中国广播电视网络有限公司获得《基础电信业务经营许可证》	1996 年, 《新电信法》取消跨媒介经营壁垒, 打破电信业、传媒业与其他产业之间的壁垒	“混业经营”中国较美国晚 20 年
行业层面	我国广播电视形成央视、省级卫视、省级地面频道、城市频道等多个层次电视频道相结合的体系	美国的广播电视体系没有这种层次的划分, 全国 1800 家地方性的广播电视台绝大多数附属于五大广播电视网, 另有少数独立的地方电视台。	中国: 区域分割, 各省内垄断 美国: 五大电视网全国垄断
公司业务层面	全国有线电视 (2017): 收视维护费及落地费 52%; 互联网宽带业务 7%; 增值业务 11%	康卡斯特为例 (2018): 有线视频服务 23%; 高速互联网服务 18%; 有线电视网 12%; 广播电视网 12%; 影视娱乐 7%	政策滞后、省级割裂造成中国广电公司业务单一、发展空间局限性较大

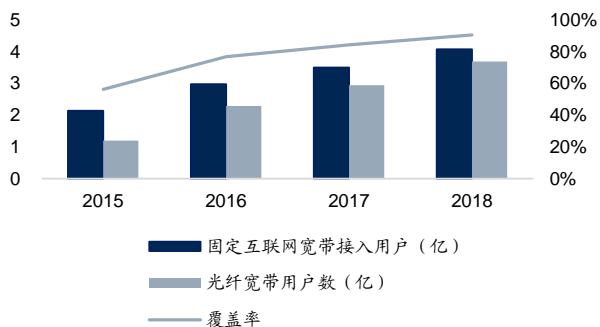
资料来源: 广电总局、FCC 等, 国信证券经济研究所整理

国内“混业经营”政策滞后, 广电系公司错失宽带业高速渗透期

2016 年, 中国广播电视网络有限公司获得《基础电信业务经营许可证》, 获批在全国范围内经营“互联网国内数据传送业务”以及“国内通信设施服务业务”, 并允许授权其控股子公司中国有线电视网络有限公司在全国范围内经营上述两项基础电信业务。广电运营的有线网络进行双向改造后, 具备发展宽带入网业务的硬件基础, 因此在国网公司获得两证后, 正式进军基础电信业务。

广电系宽带用户数持续增长, 但全国广电总覆盖率近 17%。全国有线电视宽带业务一方面继续保持快速增长态势, 根据《2018 中国有线电视行业发展公报》, 有线宽带用户规模 3,498.5 万户 (YOY+33.13%)。但另一方面, 有线宽带业务发展仍面临着电信运营商规模优势持续扩大、出口带宽成本居高不下、用户 ARPU 值下降等方面的行业发展不利因素。截至 2018 年, 全国广电总覆盖率为 17%; 广电宽带用户数为 0.39 亿, 仅占电信运营商约 1/10 的规模 (中国移动、电信、联通宽带用户数分别为 1.57、1.46、0.81 亿)。

图 51: 2015-2018 电信运营商宽带用户数及覆盖率



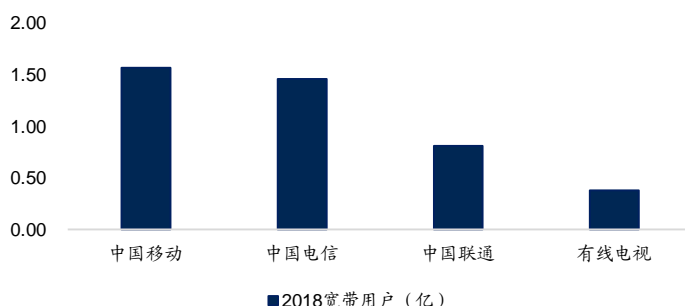
资料来源: 工信部, 国信证券经济研究所整理

图 52: 2015-2018 广电有线宽带用户数及覆盖率



资料来源: 工信部, 国信证券经济研究所整理

图 53: 广电企业宽带用户数与电信运营商对比



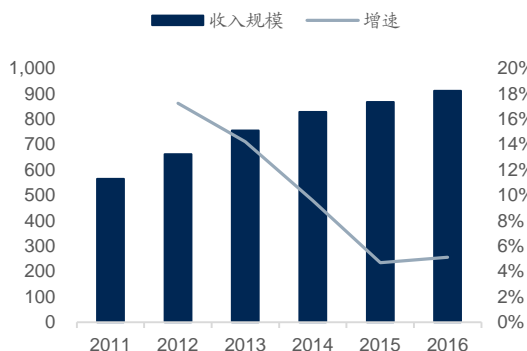
资料来源: 工信部, 国信证券经济研究所整理

5G+网络整合, 广电行业有望涅槃重生

我们认为, 在 5G 落地、广电行业整合的大背景下, 广电板块有望在业务上迎来涅槃重生的机会、同时在资本市场也有望迎来价值重估的可能。与之相应的, 随着广电系 5G 运营商的加入, 传统电信运营商市场和设备供应商将会迎来全新的机遇与挑战; 同时在 5G 更加丰富多元的应用场景下, 内容与相关的服务、设备等领域将具备更多的投资机会。

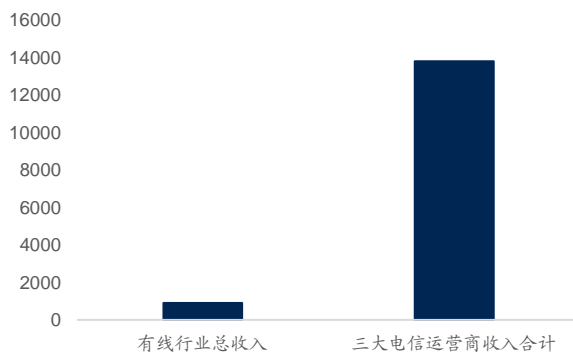
一方面, 宽带牌照滞后导致广电系错失宽带增长红利期, 而当前获取 5G 牌照将有助于广电系在电信服务及智慧广电领域涅槃重生。1) 根据广电总局的统计数据, 2016 年国内有线行业收入总规模约为 900 亿元, 仅为同期三大运营商收入规模的 6%; 同时从市场竞争格局上来看, 随着三大运营商陆续发力 IPTV、OTT 等电视节目传输服务, 广电有线电视运营商面临着严重的不对等竞争状况; 2) 若广电运营商成功拿到 5G 运营牌照, 将有望从体量较小的有线电视市场迈入万亿级电信服务市场, 同时从市场格局上来看, 广电运营商也有望获取更加丰富的市场竞争手段。

图 54: 有线电视行业收入增速持续下滑



资料来源: 艾瑞, 国信证券经济研究所整理

图 55: 2016 年有线电视行业与三大运营商总收入对比

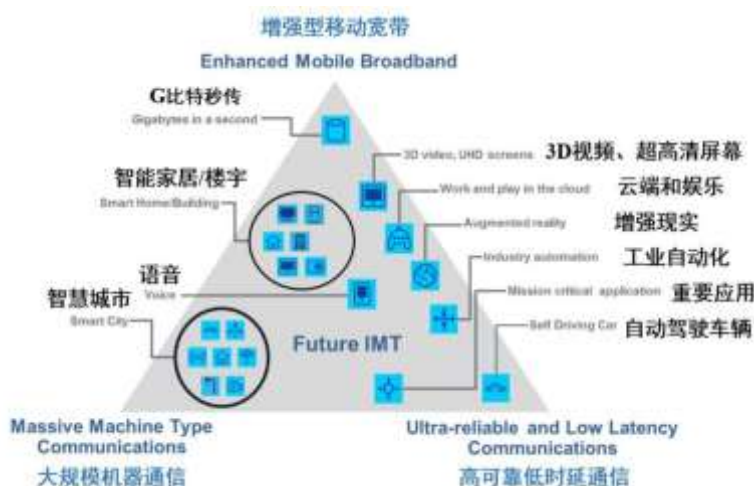


资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

5G 时代丰富的应用场景有助于广电系切入竞争激烈的电信服务市场。 1) 5G 具有高速率(增强型移动宽带, eMBB)、大容量(大规模机器通信, mMTC)、低时延(高可靠低时延通信, URLLC)的特性; 2) 基于以上特征, 5G 在高清视频内容、VR、AR 等大带宽、低延时等领域有望为 C 端用户带来更好的用户体验, 结合广电系在内容监管、牌照等方面的优势, 有望在 5G 相关的内容应用领域具备一定的优势; 3) 同时在 C 端服务之外, 更为广阔的 2B、2G 市场, 广电运营商也有望在前期较少的网络覆盖、较低的投资支出下获得业务启动的机会。

广电手握 700MHz 优质频谱资源, 拥有渠道、网络及政府资源储备。 低频谱组网传播特性好, 覆盖范围广, 建网成本低。广电手握非常优质的 700MHz 频谱资源, 对于发展 5G 业务具备比较强的优势。此外, 广电系在渠道、基础的网络管线资源以及地方政府资源等方面有一定储备, 为未来发展 5G 业务奠定良好基础。

图 56: 5G 时代应用场景丰富



资料来源: 艾瑞, 国信证券经济研究所整理

另一方面, 三网融合+全国一张网整合将进一步理顺体制, 提升广电系公司竞争

力。我们分析康卡斯特经验认为，康卡斯特多元发展一方面得益于公司战略前瞻性（1990s 电信类业务横向高速发展、2000s 向上游内容商及渠道商纵向整合产业链），另一方面也得益于美国的宽松行业政策：网台不分离、制播不分离、较早的混业经营政策。与美国广电行业相比，我国广电业与电信业“混业经营”政策滞后以及电视网在省级层面割据，造成我国有线电视运营商（各地方广电公司）收入单一（宽带业务滞后三大运营商多年，难以分得市场份额）、新业务开展障碍较大。当前，在三网融合+全国一张网整合不断升级中，我国广电公司省级割据及政策瓶颈都有望全面打开，进一步提升广电系公司在电信万亿市场的竞争力。

表 16: 三网融合历史沿革

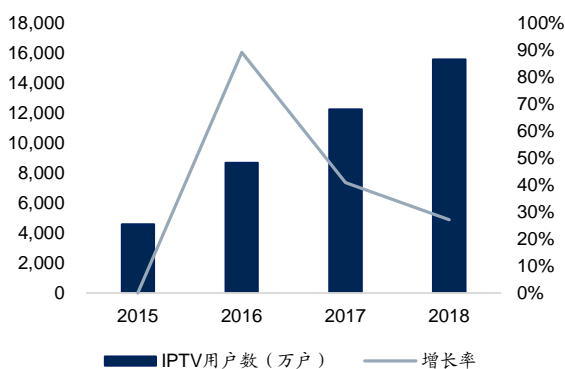
时间	事件
1997年9月	发布《广播电视管理条例》
1998年3月	信息产业部正式成立，广电部改名广电总局
1998年6月	发布《国务院办公厅关于加强广播电视传输网络建设管理的通知》
1999年9月	发布《国务院办公厅转发信息产业部国家广播电影电视总局关于加强广播电视有线网络建设管理意见的通知》
2000年11月	发布《广播电视设施保护条例》
1997-2007 制播分离、台 网分离后，三 网融合首次出 现萌芽	2001年11月 发布《广播影视科技“十五”计划和 2010 年远景规划》
	2001年12月 发布《国家广播电影电视总局关于加快有线广播电视网络有效整合的实施细则（试行）》
	2003年5月 发布《我国有线电视向数字化过渡时间表》
	2003年12月 发布《广播电视有线数字付费频道业务管理暂行办法（试行）》
	2004年6月 发布《关于推进广播电视有线数字付费频道运营产业化的意见》
	2004年8月 发布《广播电视节目传送业务管理办法》
	2005年4月 发布《国务院关于非公有资本进入文化产业的若干规定》
	2006年2月 发布《国家中长期科学和技术发展规划纲要》
	2006年3月 发布《中华人民共和国国民经济和社会发展第十一个五年规划纲要》
	2007年2月 发布《广电总局关于进一步加强和规范有线电视数字化工作的通知》
	2007年3月 发布《有线电视网双向化改造指导意见》
2008-2015 数字化基本完 成，成立国网 公司推进三网 融合	2008年1月 发布《转发发展改革委等部门关于鼓励数字电视产业发展若干政策的通知》
	2008年10月 发布《国务院办公厅关于印发文化体制改革中经营性文化事业单位转制为企业和支持文化企业发展两个规定的通知》
	2008年12月 发布《国家高性能宽带信息网暨我国下一代广播电视网自主创新合作协议书》
	2009年3月 发布《财政部海关总署国家税务总局关于支持文化企业发展若干税收政策问题的通知》
	2009年3月 发布《财政部国家税务总局关于文化体制改革中经营性文化事业单位转制为企业的若干税收优惠政策的通知》
	2009年4月 发布《电子信息产业调整和振兴规划》
	2009年7月 发布《文化产业振兴规划》
	2009年8月 发布《关于加快广播电视有线网络发展的若干意见》
	2009年8月 发布《国家广电总局关于促进高清电视发展的通知》
	2010年1月 发布《“加快推进电信网、广播电视网和互联网三网融合”的决定》
	2010年1月 发布《关于印发推进三网融合总体方案的通知》
	2010年7月 发布《广电总局科技司关于成立中国下一代广播电视网（NGB）工作组的通知》
	2010年9月 发布《国家广电总局关于进一步促进和规范高清电视发展的通知》
	2010年10月 发布《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十二个五年规划的建议》
	2011年10月 发布《中共中央关于深化文化体制改革、推动社会主义文化大发展大繁荣若干重大问题的决定》

	2012年2月	发布《国家“十二五”时期文化改革发展规划纲要》
	2012年5月	发布《广电总局关于鼓励和引导民间资本投资广播影视产业的实施意见》（广发[2012]36号）
	2012年6月	发布《国务院关于大力推进信息化发展和切实保障信息安全的若干意见》
	2012年11月	发布《发展改革委广电总局关于印发<有线数字电视基本收视维护定价成本监审办法（试行）>的通知》（发改价格[2012]3505号）
	2013年8月	发布《国务院关于印发“宽带中国”战略及实施方案的通知》
	2013年8月	发布《国务院关于促进信息消费扩大内需的若干意见》
	2014年3月	发布《国务院关于推进文化创意和设计服务与相关产业融合发展的若干意见》
	2014年3月	发布《关于深入推进文化金融合作的意见》
	2014年4月	发布《国务院办公厅关于印发文化体制改革中经营性文化事业单位转制为企业和进一步支持文化企业发展两个规定的通知》
	2014年11月	发布《国家新闻出版广电总局办公厅关于组织做好三网融合第二阶段试点双向进入业务许可申报有关工作的通知》（新广电办发[2014]115号）
	2015年9月	发布《国务院办公厅关于印发三网融合推广方案的通知》（国办发[2015]65号）
2016至今：	2016年5月	中国广电获得工业和信息化部颁发的《基础电信业务经营许可证》
双向网改造基	2016年12月	发布《关于加快推进全国有线电视网络整合发展的意见》
本完成，5G+	2018年8月	中宣部成立全国有线电视网络整合领导小组
广电融合升级	2019年3月	中国广播电视网络有限公司与中国中信集团、阿里巴巴集团分别签署了战略合作框架协议
发展		

资料来源：国信证券经济研究所整理

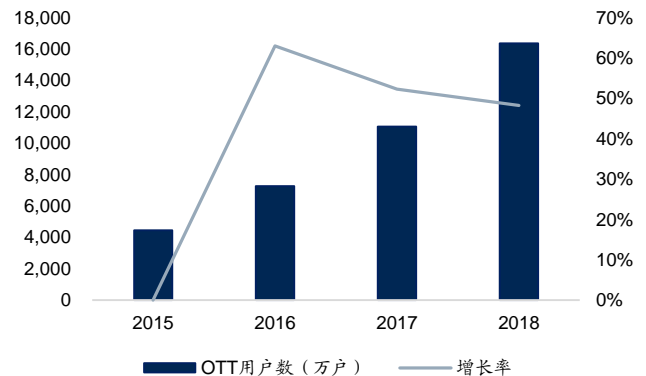
获取 5G 牌照有助于有线运营商进入万亿级电信服务市场。1) 根据广电总局的统计数据，2018 年国内有线行业收入总规模约为 779.48 亿元，仅为同期三大运营商收入规模的 5.5%；同时从市场竞争格局上来看，随着三大运营商陆续发力 IPTV、OTT 等电视节目传输服务，广电有线电视运营商面临着严重的不对等竞争状况；2) 而若广电运营商成功拿到 5G 运营牌照，将有望从体量较小的有线电视市场迈入万亿级电信服务市场，同时从市场格局上来看，广电运营商也有望获取更加丰富的市场竞争手段。

图 57: 2015-2018 全国 IPTV 用户发展情况



资料来源：《中国游戏产业报告》，国信证券经济研究所整理

图 58: 2015-2018 全国 OTT 用户发展情况



资料来源：《中国游戏产业报告》，国信证券经济研究所整理

5G 时代丰富的应用场景有助于广电系切入竞争激烈的电信服务市场。1) 5G 具有高速率(增强型移动宽带, eMBB)、大容量(大规模机器通信, mMTC)、低时延(高可靠低时延通信, URLLC)的特性；2) 基于以上特征，5G 在高清视频内容、VR、AR 等大带宽、低延时等领域有望为 C 端用户带来更好的用户体验，结合广电系在内容监管、牌照等方面的优势，有望在 5G 相关的内容应用领域具备一定的优势；3) 同时在 C 端服务之外，更为广阔的 2B、2G 市场，广电

运营商也有望在前期较少的网络覆盖、较低的投资支出下获得业务启动的机会。

低估值下,关注 5G 板块相关的有线电视行业主题投资机会。1)从牌照到落地,广电运营商存在机遇的同时,更面临着诸多严峻的挑战:资本来源、区域分割、市场化竞争等,因此从落地来看,道阻且长;3)而从二级市场来看,结合当前较低的单用户水平及可预见的想象力,以及在政策层面比较多的利好可能,建议从主题投资的角度予以关注。4)相关公司主要为吉视传媒、贵广网络、歌华有线、江苏有线、湖北广电、广西广电、东方明珠等。

表 17: 有线电视行业相关数据

证券代码	证券简称	用户数量(万)	总市值-亿元	ROE-2018	PE-2018	PB-2018	EV2/EBITDA
000156.SZ	华数传媒	250.0	150.9	6.1	23.4	1.4	9.3
600637.SH	东方明珠	670.0	357.3	7.2	17.7	1.3	8.1
600037.SH	歌华有线	589.0	141.5	5.4	20.4	1.1	7.4
000665.SZ	湖北广电	1,300.0	56.7	3.0	30.9	0.9	7.9
601929.SH	吉视传媒	568.0	77.5	4.4	25.4	1.1	10.4
600936.SH	广西广电	690.0	79.4	3.4	63.9	2.1	12.3
600996.SH	贵广网络	692.0	94.5	7.3	30.3	2.2	12.3
600959.SH	江苏有线	2,676.0	211.0	3.6	33.8	1.0	6.1
有线电视行业均值		822.5	130.2	5.1	34.7	1.5	9.6
600050.SH	中国联通	28,400.0	1,884.2	3.0	46.2	1.3	2.3
电信行业均值		28,400.0	1,884.2	3.0	46.2	1.3	2.3

资料来源: wind, 各公司公告, 国信证券经济研究所预测

新科技带来的投资机会正在萌芽

5G+: 内容板块迎来新机遇

■ 超高清视频

超高清视频: 5G 网络大带宽、低时延特性在超高清视频应用方面具有广泛的应用场景和需求, 预计 2022 年我国超高清视频产业总规模将超过 4 万亿元。截至 2016 年 8 月, 全球共有近千万个 4K/UHD 用户, 4K/UHD 电视机已经占据了全球 40% 以上的市场份额, 8K 电视机即将面世。由于 4K/8K 电视机拥有更低的价格和全新的服务订阅模式, 截至 2020 年, 全球一半的电视机观众将使用 4K/8K 电视。8K 视频的带宽需求超过 100Mbps, 需要 5G WTTx 的支持。按照工信部规划, 2022 年我国超高清视频产业总规模超过 4 万亿元。

表 18: 超高清技术发展趋势

阶段	准 4K	全 4K	8K
产业成熟时间	2015-2016 年	2017-2020 年	预计 2020 年
分辨率	3840x2180	3840x2180	7680x4320
帧率	30 帧	60 帧	120 帧
位深	8bit	10bit	10/12bit
色域	BT.709	BT.2020	BT.2020
HDR	SDR	HDR	HDR

资料来源:《5G+8K 电视技术白皮书》, 国信证券经济研究所整理

5G+8K 应用案例如下:

- 1) **世界互联网大会直播:** 2018 年世界互联网大会, 中国联通与华为、海康威视在 5G 网络下完成 8K 超高清视频的实时监控应用探索, 由 5G 端到端系统构成, 将摄像机部署于会展中心外, 通过 8K/2K 摄像机取景, 经过 5G CPE 由 5G 网络向展会现场大屏实时传回 8K/2K 超高清乌镇景区直播画面。
- 2) **江西 5G+VR 春节联欢晚会:** 2019 年 2 月 3 日, 江西省春节联欢晚会首次采用 5G+8K+VR 进行录制播出, 这是电视史上首台 5G+8K+VR 春晚。本次春晚采取了多渠道分发供观众欣赏观看, 在春晚播出当晚和重播时, 手机用户可以通过扫描电视上春晚节目下方的二维码, 通过手机 H5 页面进行观看, 也可以在爱奇艺 VR 手机 App 上的江西 VR 春晚直播专区进行观看。

图 59: 世界互联网大会直播画面



资料来源:《5G+8K 电视技术白皮书》, 国信证券经济研究所整理

图 60: 江西春晚 5G 拍摄现场



资料来源:《5G+8K 电视技术白皮书》, 国信证券经济研究所整理

■ AR/VR

AR/VR: 虚拟现实 (VR) 与增强现实 (AR) 是能够彻底颠覆传统人机交互内容的变革性技术。变革不仅体现在消费领域,更体现在许多商业和企业市场中。VR/AR 需要大量的数据传输、存储和计算功能,这些数据与计算密集型任务如果能够转移到云端,就能利用云端服务器的数据存储和高速计算能力。目前云市场正以 18% 的速度快速增长,在未来 10 年中,家庭和办公室对桌面主机和笔记本电脑的需求将越来越少,转而使用连接到云端的各种人机界面,并引入语音和触摸等多种交互方式,5G 将显著改善这些云服务的访问速度。

图 61: 云 VR/AR 演进 5 阶段

云VR/AR演进5阶段				
	阶段0/1		阶段2	阶段3/4
VR应用及技术特点	PC VR 游戏、建模 (本地渲染, 动作本地跟踪)	Mobile VR 360 视频、教育 (全景视频下载, 动作本地跟踪)	Cloud Assisted VR 沉浸式内容, 互动式模拟, 可视化设计 (动作云端跟踪, FOV (+) 云端下载)	Cloud VR 超高体验的游戏和建模, 实时渲染/下载 (动作云端跟踪, 云端 CG 渲染, FOV (+) 云端下载)
AR应用及技术特点	2D AR 操作模拟及指导, 游戏, 远程办公, 零售, 营销可视化 (图像和文字本地叠加)		3D AR/Mixed Reality 空间不断扩大的全息可视化, 高度联网化的公共安全 AR 应用 (图像上传, 云端响应多棵树位信息)	Cloud MR 基于云的混合现实应用, 用户密度和连接性增加 (图像上传, 云端渲染重新渲染)
连接需求	以太网连接为主 4G和Wi-Fi 内容为流媒体 20 Mbps + 10ms时延要求		4.5G 内容为流媒体 40 Mbps + 20ms时延要求	5G 内容为流媒体 100 Mbps-1.4 Gbps + 2-10ms时延要求

资料来源: 华为《5G 时代: 十大应用场景白皮书》, 国信证券经济研究所整理

AR/VR 应用案例及商业模式:

目前 VR 技术在游戏和视频、广告领域的应用较多, 在体育赛事 (例如英特尔 True VR) 和市场活动 (例如 Next VR) 中的体验表现优异。目前, Orange 已经发布了 Android 和 IOS 智能手机的 HMD (定价 50 欧元), 以支持其 Orange VR 360 度全景直播。SK Telecom 已于 2017 年发布了“360 自适应 VR 直播平台”, 并计划在 2018 年冬奥会上提供 360 度全景直播。SK Telecom 在与手机游戏开发商 UnityKorea 合作举办了“5G 实现媒体与融合服务展”的同时, 还选定了 Looxid Labs, Red Bird 和 ELROIS 三家公司, 共同开发 5G VR/AR 服务。目前, VR 生态系统中的三种主要的收费模式将是广告模式、订阅模式和按使用付费模式:

图 62: VR 服务收费模式



资料来源: 华为商业咨询部, 国信证券经济研究所整理

■ 云游戏

云游戏: 5G 技术的成熟有望解决云游戏的技术难点, 谷歌、腾讯积极推进云游戏业务。云游戏是以云计算为基础的游戏方式, 在云游戏的运行模式下, 所有游戏都在服务器端运行, 并将渲染完毕后的游戏画面压缩后通过网络传送给用户。云端游戏对终端用户设备的要求较低, 要求所有的处理都将在云端进行。用户的互动将被实时传送到云中进行处理, 以确保高品质的游戏体验。5G 能够以 90fps 的速度支持快速响应式和身临其境的 4K 游戏体验, 端到端延迟一般为 10 毫秒, 对于要求极低的应用场景, 端到端延迟可以降低到 1 毫秒, 解决了以往云游戏的技术难点。2019 年 3 月, 谷歌推出 Stadia 服务, 玩家无需支付高昂的硬件费用, 从云端获取游戏, 腾讯云游戏平台“START”正式开启预约内测。

图 63: 云游戏处理过程



资料来源: Wireless X Labs, 国信证券经济研究所整理

AI 赋能，字节跳动的快速崛起，印证全新时代的到来

何为 AI：利用机器智能化替代人类的革命

通俗理解，人工智能是机器对人的行为和思想的模拟，利用机器学习和数据分析的方法，赋予机器人人类的能力，从而实现解放人力、降本提效的目的。1952年，图灵在《计算机与智能》一文中提到了“图灵测试”来验证机器是否具有智能：如果一台机器能够与人类展开交流，并且有超过 30%的人无法在规定时间内识别出与自己交谈的是人还是机器，那么这台机器可以被认为是具有智能的。后来，科学家又提出了其他界定人工智能的标准：例如能否实现语音识别、机器翻译、自动写作等等。本报告中所提及的人工智能技术，不仅包括具有自然语言处理能力、或通过图灵测试的 AI 技术，还包括有海量数据、超复杂性、要求实时性、人类智能暂时无法处理的机器智能技术。

图 64：人工智能所涉及的基础技术及终端产品



资料来源：36kr，国信证券经济研究所整理

三起三落，人工智能迎来落地期。1)回顾人工智能技术的发展历程，我们发现，人工智能所经历的三次兴起浪潮均源于底层算法的革命性进展，而前两轮的衰落是由于计算机数据处理性能及底层算法的局限，使 AI 技术无法顺利着陆；2) 2006 年，Hinton 提出深度学习算法，利用多层神经网络，将人类从复杂的算法归纳中解放出来，只要给予机器足够多的数据，便能使其自动归纳出算法，叠加底层算力的不断发展及互联网时代海量数据的积累，人工智三驾马车：算法、算力和数据皆已准备就绪，使 AI 技术彻底走出实验室，渗透进各个行业。

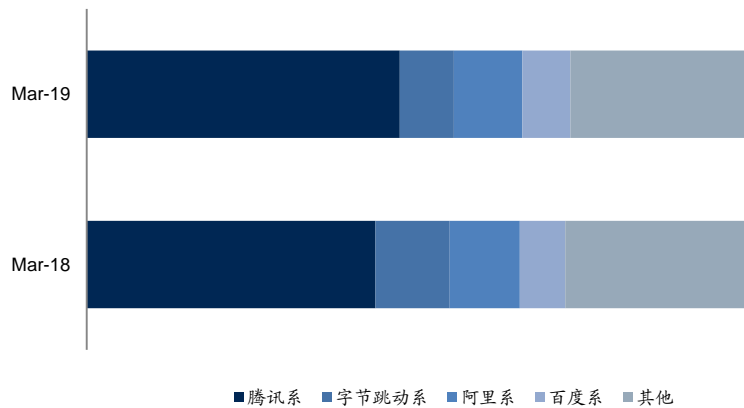
图 65：人工智能发展的三次浪潮



资料来源：艾瑞咨询，《智能时代》，国信证券经济研究所整理

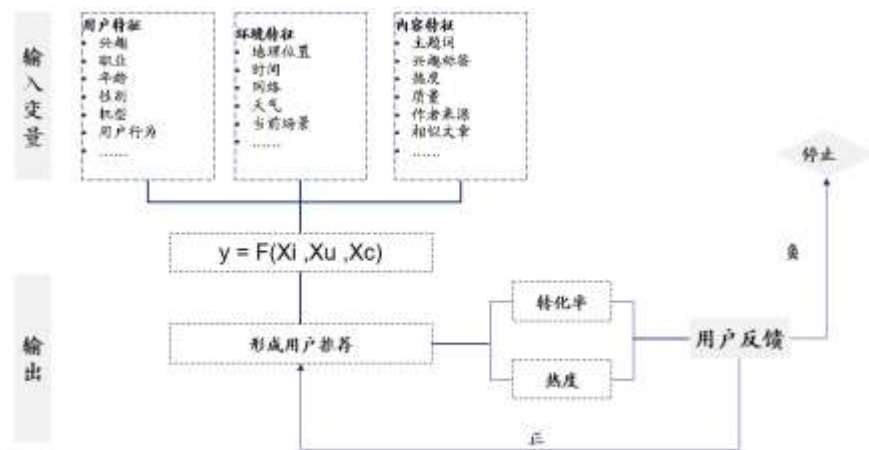
AI 技术驱动，始于资讯，兴于短视频，字节跳动的快速崛起验证了 AI 技术的强大生命力和对传统业态的颠覆可能。北京字节跳动科技有限公司成立于 2012 年 3 月，是最早将人工智能技术大规模应用于移动互联网场景的公司之一。公司产品布局于移动资讯、短视频、内容社区、教育等多赛道，在其多产品矩阵中，以移动资讯 App 今日头条及短视频 App 抖音表现最佳。截至 2018 年 6 月，今日头条在新闻资讯 App 中用户使用时长位居第一，抖音在移动视频 App 中用户使用时长位居第二，短视频领域位居第一。2019Q1，“头条系”产品用户使用时长已占据中国互联网流量的 11.3%，仅次于“腾讯系”。截至 2017 年 4 月，公司已完成四轮融资，2018 年 10 月公司完成 PreIPO 融资，估值约 750 亿美元。截至 2018 年 10 月，字节跳动旗下全线产品国内总 DAU 超过 4 亿，MAU 超过 8 亿；其中抖音全球 MAU 超 5 亿，海外用户规模约占整体的 20%。

图 66: 2018Q1-2019Q1 各互联网公司产品用户使用时长占比



资料来源: Questmoblie, 国信证券经济研究所整理

图 67: 今日头条内容推荐系统流程



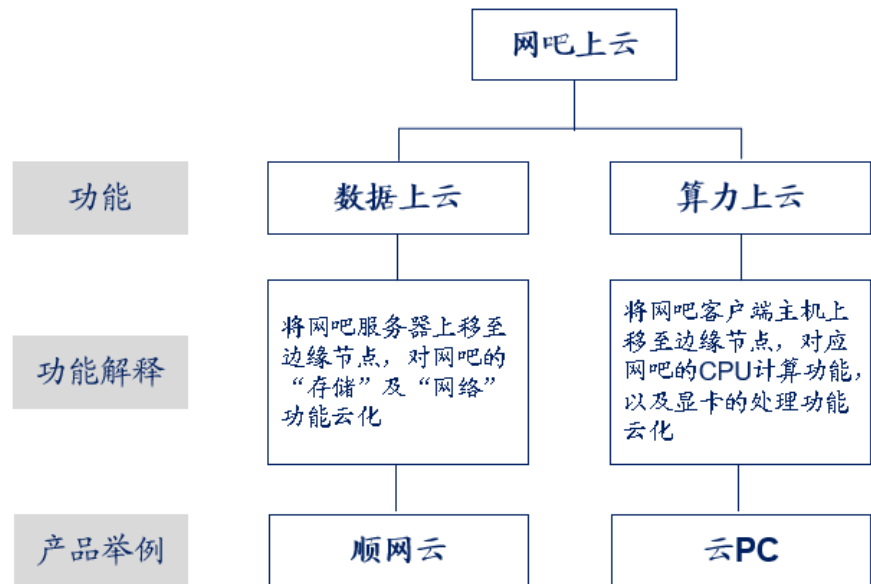
资料来源: 字节跳动官网, 国信证券经济研究所整理

从数据上云到算力上云，云计算将深度改变网吧行业

“数据上云”取代了网吧的服务器；“算力上云”在“数据上云”的基础上，取代了客户端的主机，实现了网吧算力的“按需租用”。“数据上云”，即将网吧服

务器上移至边缘节点，对网吧的“存储”及“网络”功能云化；“算力上云”即将网吧客户端主机上移至边缘节点，对应网吧的 CPU 计算功能，以及显卡的处理功能云化。其示意图如下：

图 68：数据上云及存储上云示意图



资料来源：国信证券经济研究所整理

数据上云案例：顺网云

顺网云：2018 年 7 月，顺网科技推出顺网云应用边缘计算技术和云服务，将边缘运算节点部署在离用户小于 50 公里的地方，就近为用户提供云服务，进行集中统一管理。应用顺网云后，网吧无需再建本地机房，直接采购云服务即可解决数据存储、运算、电费、带宽等一系列问题。接入“顺网云”后，网吧带宽分为局域网带宽及外网带宽两部分，1) 局域网带宽：云机房的核心交换机采用 10G 线路；2) 外网带宽：网吧终端若采用电信/联通带宽，则带宽为 100M；若连接至其他运营商的网络，则带宽为 1G。

图 69：顺网云的拓扑结构



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 70：顺网云部署核心指标



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

算力即将网吧客户端的主机运算功能迁移至云上，目前仅顺网科技有相应产品“云 PC”推出。用户只需一个小小的终端设备连接显示器、键鼠和耳机，无需本地 PC 主机，即可使用一台线上高性能的 PC。畅玩 3A 端游大作、畅享高清影音，如真机体验。有了顺网云边缘云服务的技术基础，云 PC 搭载延时小于

0.5ms、10G 带宽的强势性能，还可以突破 50km 距离掣肘，在 200km 范围内为用户提供 PC 算力租赁。接入“云 PC”后，网吧经营者们可大幅降低 PC 更新、维护成本，为经营效益带来非线性增长。

图 71：“云 PC”产品体验现场



资料来源：新浪财经，国信证券经济研究所整理

投资建议：推荐行业龙头及广电板块，关注新技术落地

1) 持续推荐竞争优势明显、商业模式清晰的细分行业龙头标的，建议关注顺网科技（网吧云+云 PC）、芒果超媒、三七互娱、游族网络、视觉中国等标的；2) 细分板块推荐游戏（三七互娱、游族网络、吉比特、昆仑万维等标的）及出版板块（推荐新经典、中南传媒、凤凰传媒等标的）；3) 主题角度继续看好广电 5G 及国有媒体融合，广电行业推荐贵广网络、歌华有线等标的，媒体融合关注人民网、新华网、浙数文化等。

附表：重点公司盈利预测及估值

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价	EPS			PE			总市值 (亿元)
				2017	2018	2019E	2017	2018	2019E	
300413	芒果超媒	买入	39.18	0.18	0.92	1.41	565.67	47.41	27.79	410.32
000681	视觉中国	买入	18.22	0.42	0.46	0.68	43.89	39.74	26.79	127.65
002555	三七互娱	增持	13.15	0.76	0.47	0.84	17.24	27.71	15.65	279.42
002174	游族网络	增持	18.39	0.76	1.15	1.48	24.91	16.19	12.43	163.39
300113	顺网科技	买入	14.95	0.74	0.46	0.88	20.26	32.27	16.99	103.80
600996	贵广网络	买入	10.17	0.42	0.30	0.34	24.00	34.02	29.91	106.03
300251	光线传媒	增持	6.74	0.28	0.47	0.38	24.26	14.40	17.74	197.73
603103	万达电影	增持	18.90	1.29	0.74	0.75	25.92	30.34	25.20	392.82

数据来源：wind、国信证券经济研究所整理

风险提示

政策风险、商誉减值、宏观经济下行等

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032