

5G 推动产业升级，关注相关领域投资机会

——2019 年中期策略报告

核心观点

● 最新观点

1. 传媒行业估值仍处历史低位，子行业延续分化行情：2019 年上半年，传媒行业指数上涨 10.65%，涨幅跑输大盘及创业板指。分子行业来看，上半年板块延续分化行情，有线电视网络及互联网板块跑赢大盘，影视动漫板块继续下探。

2. 游戏版号审批进入常态化，进口游戏重启有望带来新增长点：审批恢复后原国家新闻出版广电总局更新十三批国产游戏版号，共 1016 款；同时，进口游戏版号于 3 月重启后已发放三批版号，共计 75 款游戏。国产及进口游戏版号审批全面恢复，移动游戏及海外市场带动游戏市场规模增速提升。

3. 上半年电影市场多方面承压下表现平淡，关注重点电影表现：2019 年上半年国内电影综合票房达 311.7 亿元，同比减少 2.7%，整体表现稍显低迷，主要因为受到 2018 年税收政策影响，上半年优质影片不足，并在票价上涨、影片审核趋严等因素共同作用下，观影人次和票房均呈现下滑趋势。关注内容储备丰富和内容质量较高的影视龙头。

4. 数字阅读市场规模保持高速增长，传统出版行业仍具防御属性：截至 2018 年，中国数字阅读市场规模增至 254.5 亿元，用户规模已达 4.32 亿，预计 2019 年其市场规模将超过 300 亿。数字阅读逐渐成为居重要的阅读形式之一。但出版行业细分品类具备刚性需求属性。同时商誉较低和流动性较好，因此在当前市场环境下具备防御优势。

5. 5G 推动行业转型升级，将为行业带来更多机遇：随着 5G 商用牌照的发放、技术升级和网络整合的推进，广电系公司将迎来业绩与估值的持续改善。同时 5G 推动产业转型升级，为娱乐产业高质量发展提供更多技术保障，视频行业（5G+8K）和游戏行业（云游戏和 VR/AR 游戏）在技术红利下迎来新的发展机遇。

● 投资建议

传媒行业一方面迎来了政策的边际改善，另一方面在 2018 年底大部分商誉问题得到了集中释放，且整个板块估值处于历史绝对低位，因此，有望迎来业绩改善带来的修复性行情。

● 核心组合

证券代码	证券简称	年涨幅(%)	证券代码	证券简称	年涨幅(%)
002555.SZ	三七互娱	47.25	002624.SZ	完美世界	-2.72
300113.SZ	顺网科技	26.20	600037.SH	歌华有线	4.00
600373.SH	中文传媒	1.92	600637.SH	东方明珠	21.85
300251.SZ	光线传媒	-8.53			

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

● 风险提示

行业政策趋严风险，作品收入不及预期风险，行业竞争加剧风险。

传媒行业

推荐 维持评级

分析师

杨晓彤

☎：010-83571329

✉：yangxiaotong@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130518020001

特此鸣谢

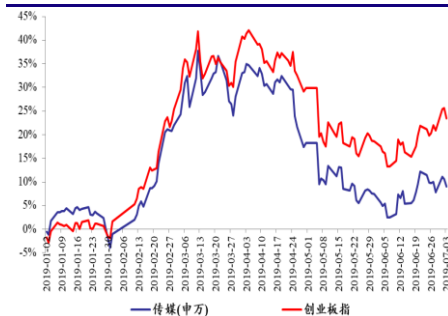
穆歌

☎：010-66561812

✉：muge_yj@chinastock.com.cn

行业数据

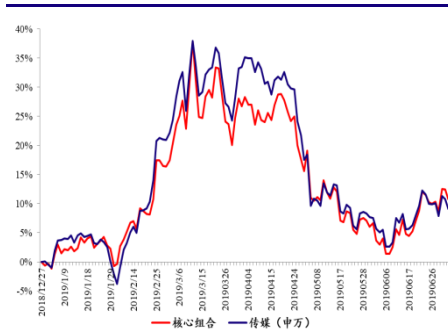
2019.07.03



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

核心组合表现

2019.07.03



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

目录

一、市场行情回顾：传媒行业估值仍处历史低位，子行业延续分化行情	3
(一) 市场行情回顾	3
1. 行业股价跑输大盘	3
2. 子行业延续分化行情	3
3. 行业估值处于历史低位	4
(二) 2019年Q1公募基金传媒板块重仓股持仓情况	5
二、行业情况回顾：传媒行业长期景气度较高，各子行业仍具上升空间	7
(一) 传媒子行业政策趋严，行业整体向规范化精品化发展	7
(二) 影视行业：上半年电影市场多方面承压下表现平淡，关注重点电影表现	8
1. 政策趋严板块收入增速承压，项目放缓行业不确定性增强	8
2. 上半年电影市场表现平淡，关注重点电影表现	9
3. 文化娱乐需求不断提升，影视行业市场空间仍可挖掘	13
(三) 游戏行业：版号审批进入常态化，进口游戏重启有望带来新增长点	14
1. 版号审批进入常态化，行业景气度有望回升	14
2. 行业处于成熟期格局稳定，移动游戏市场规模占比不断增大	14
3. 自研能力成为核心竞争力，细分人群及海外市场带来新增长	16
(四) 阅读行业：图书出版行业增速放缓，数字阅读市场规模保持高速增长	17
1. 图书出版行业增速放缓头部凸显，数字阅读市场规模保持高速增长	17
2. 数字化阅读率持续提升，细分图书品类仍具有刚需属性	19
3. 图书出版税收优惠政策稳定，在线阅读用户基础逐年扩大	20
(五) 营销行业：广告市场遇调整期增速放缓，预计全年压力较大	20
1. 广告市场规模增速放缓，生活圈媒体广告步入稳定发展阶段	20
2. 广告市场存在结构性变化，线上线下的整合营销成未来趋势	21
3. 全媒体广告市场降幅连续四月收窄，预计全年面临较大压力	22
三、行业展望：5G推动产业转型升级	22
(一) 数字技术革新推动文娱产业转型升级，泛娱乐产业进一步发展	22
1. 数字技术的革新将推动文化娱乐产业的转型升级	22
2. 泛娱乐产业将进一步高质量发展	24
(二) 5G技术已达商用水平，战略地位受高度重视	25
1. 5G产业链主要环节已达商用水平	25
2. 5G战略地位受到国家政策支持	25

(三) 5G 商用牌照颁发广电系优先受益，视频及游戏迎来新机遇.....	27
1. 广电行业：5G 发展与国网整合具有协同性，5G 技术促进广电加速转型.....	27
2. 视频行业：5G 网络为超高清视频发展带来机遇，5G+8K 带来新内容革命.....	28
3. 游戏行业：网速提升将促进云游戏和 VR/AR 游戏推广与发展.....	31
四、投资建议.....	34
五、风险提示.....	34
六、附录.....	35
(一) 传媒各子行业历年政策变化.....	35
(二) 国际比较.....	37
(三) 核心组合.....	40

一、市场行情回顾：传媒行业估值仍处历史低位，子行业延续分化行情

(一) 市场行情回顾

1. 行业股价跑输大盘

2019年上半年，创业板指上涨25.59%，报1511.51点；上证综指上涨22.06%，报2978.88点；传媒行业指数上涨10.65%，报604.88点，涨幅跑输大盘及创业板指。

表 1：2019 年 A 股指数行情回顾

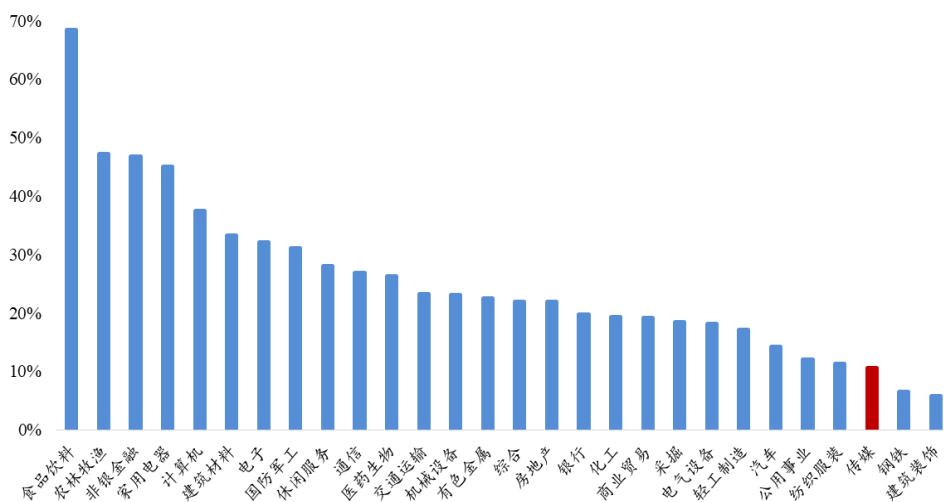
证券代码	证券简称	最新股价	本周涨幅(%)	本月涨幅(%)	年初至今涨跌幅(%)
399006.SZ	创业板指	1511.51	-0.81	1.88	25.59
801760.SI	传媒(申万)	604.88	-3.91	0.35	10.65
000001.SH	上证综指	2978.88	-0.77	2.77	22.06
000300.SH	沪深 300	3825.59	-0.22	5.39	30.77
399001.SZ	深圳成指	9178.31	-0.39	2.86	31.85

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

在各个行业中，传媒板块上涨10.65%，在申万28个一级子行业中涨跌幅排名第26名。分子行业来看，上半年板块延续分化行情，申万传媒行业五个子行业中，有线电视网络及互联网板块涨幅较高，跑赢大盘，影视动漫板块继续下探：有线电视网络上涨17.27%、互联网传媒上涨17.03%、平面媒体上涨7.01%、营销传播上涨3.70%、影视动漫下探2.14%。

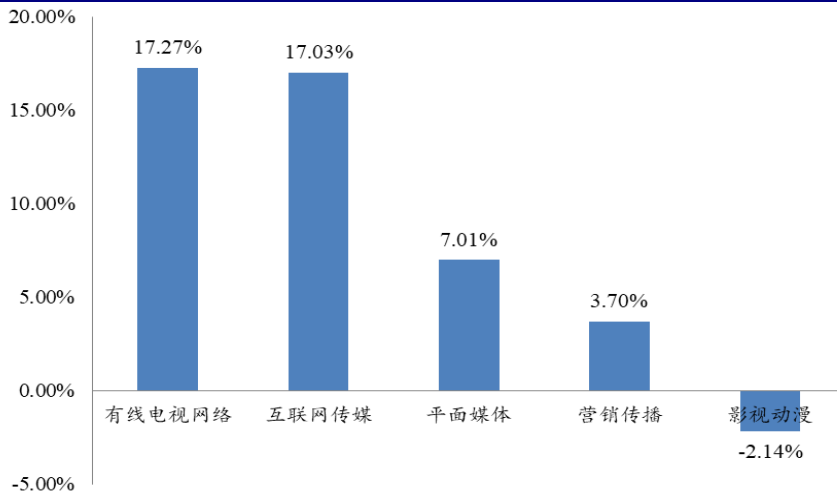
2. 子行业延续分化行情

图 1：市场各行业板块上半年度涨跌幅



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 2: 传媒子行业上半年度涨跌幅



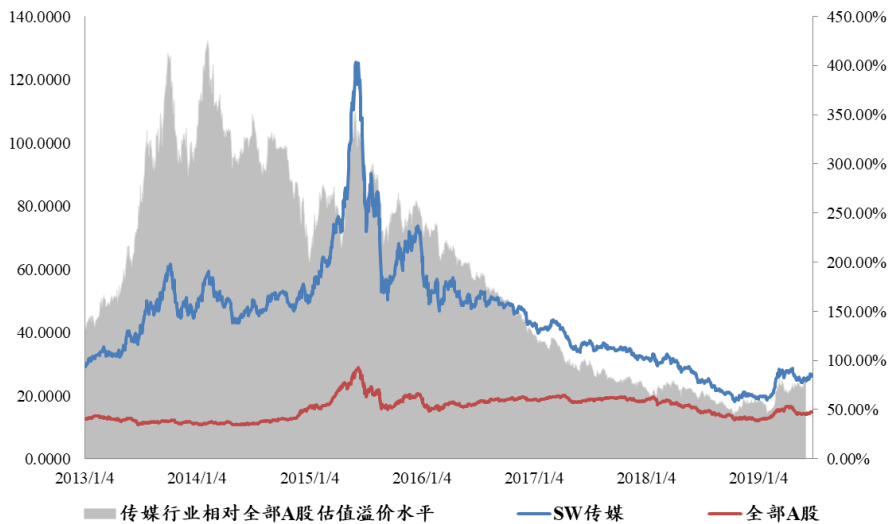
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

3. 行业估值处于历史低位

2019 年上半年(截至 06 月 30 日), 传媒行业一年滚动市盈率为 26.00 倍(TTM 整体法, 剔除负值), 全部 A 股为 14.75 倍, 分别较 13 年以来的历史均值低 41.96% 以及 7.47%。

行业估值溢价率方面, 6 月 30 日传媒股的估值溢价率较历史平均水平低 109.61 个百分点。06 月 30 日数值为 76.27%, 历史均值为 186.72%。

图 3: 传媒股估值及溢价分析



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

国内传媒板块市盈率高于美国广播电视板块和有线与卫星板块, 低于电影板块。以 2019 年 05 月 31 日收盘价计算, 国内传媒板块的动态市盈率为 25.68 倍。同期美国广播电视板块为 10.43 倍, 电影板块为 27.90, 有线与卫星板块为 19.54 倍。以 SW 传媒对美国传媒各子板块的 PE 溢价率计算, 国内相对美国广播电视子板块的溢价率较历史平均水平低 16.05 个百分点,

当前值为 146.10%，历史均值为 162.15%。国内相对美国电子子板块的溢价率较历史平均水平低 167.65 个百分点，当前值为-7.96%，历史均值为 159.70%。国内相对美国有线与卫星子板块的溢价率较历史平均水平低 105.73 个百分点，当前值为 31.40%，历史均值为 137.13%。

图 4：美国传媒子板块 PE 比较



资料来源：Wind，Bloomberg，中国银河证券研究院

我们筛选美股市值在 500 亿美元以上（及接近 500 亿美元）的 27 家国际传媒龙头公司，计算了其 2018 年度的收入、净利润增速及估值等。从收入角度看，18 年度收入增速平均 1.99%，中位数为 9.61%，多数处于 0%~20% 区间。从净利润角度看，18 年度净利润增速平均为-25.60%，中位数为-21.17%，多数处于-40%~-100% 区间。

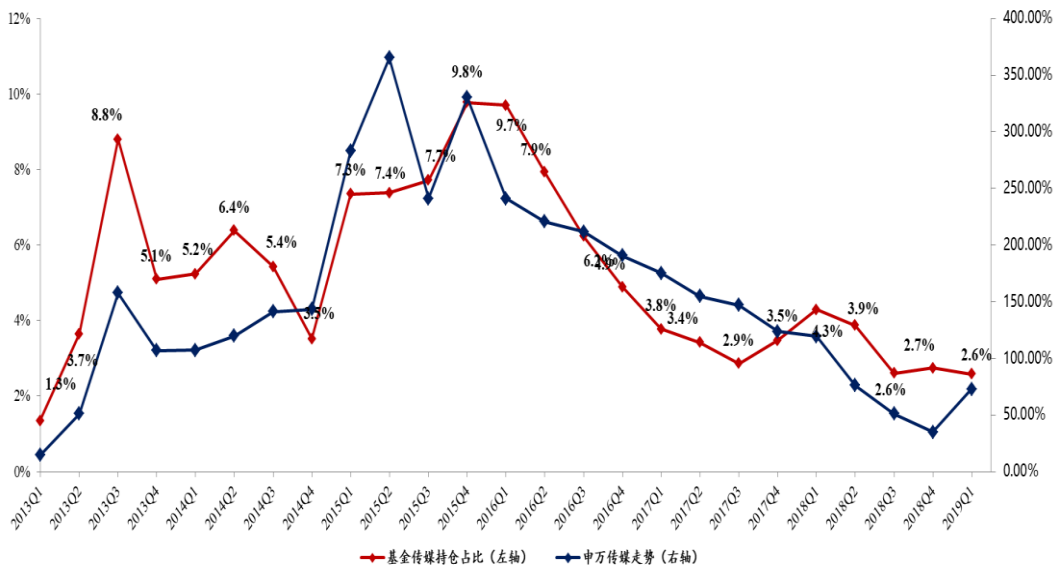
港股及中概股市场，我们筛选了市值在 13 亿元以上的 19 家公司，计算了其 2018 年度的收入、净利润增速及估值等，从收入角度看，18 年度收入增速平均分别为 25.45% 和 47.24%，中位数为 9.63% 和 39.81%。从净利润角度看，18 年度净利润增速平均为-51.27% 和-2.04%，中位数为-2.47% 和-0.34%。而其所对应的估值（以 2019.06.30 日计）平均数为-12.39 和-3.08 倍，估值中位数为 5.56 和-4.44 倍。

A 股市场，我们列示国内市值居前的 36 只传媒行业白马股及重点覆盖公司如下表。从收入角度看，其 18 年收入增速平均为 2.14%，中位数为 5.77%。从净利润角度看，36 只白马股 18 年净利润增速均值为-179.70%，中位数为-11.76%。而观察其目前的估值水平（以 2019.06.30 日计），市盈率平均为 28.09 倍，中位数为 17.37 倍。

（二）2019 年 Q1 公募基金传媒板块重仓股持仓情况

2019Q1 基金传媒重仓股持仓占比环比 2018Q4 微降 0.1%，仍处于历史低位。2019Q1 基金传媒重仓股持仓占比为 2.6%，与 2018Q4 的 2.7% 的占比基本持平，受到传媒板块各子行业政策监管层面收紧的影响，行业整体承压，股价回调严重，公募对传媒板块的投资情绪受挫。自 2016Q1 达到 9.2% 的历史高位后，目前持仓占比处于历史较低位置。

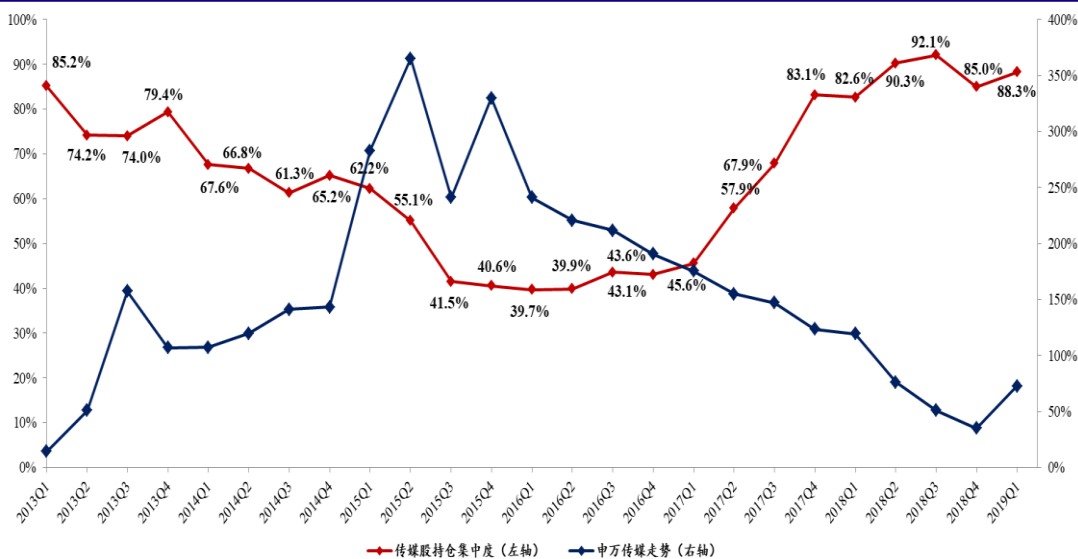
图 5：传媒板块 2013 至今基金持仓占比与申万传媒指数走势对比



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

2019Q1 基金传媒重仓股集中度环比上升 3.3%至 88.3%。我们统计了传媒板块前十大重仓股与基金重仓股市值总和的比值，2019Q1 传媒重仓股集中度上升至 88.3%。Q1 集中度较前两季度有所回落，主要由于分众传媒持股总市值增加幅度较大，分众传媒持股占所有传媒板块重仓股的比例由 2018Q4 的 12.0%上升至 21.9%，超越东方财富恢复传媒板块基金持股总市值最多的公司。2019Q1 传媒板块前十大重仓股为：分众传媒、东方财富、完美世界、上海钢联、视觉中国、新经典、吉比特、游族网络、星辉娱乐、中南传媒，吉比特和星辉娱乐替代万达电影和慈文传媒进入传媒板块前十大重仓股。

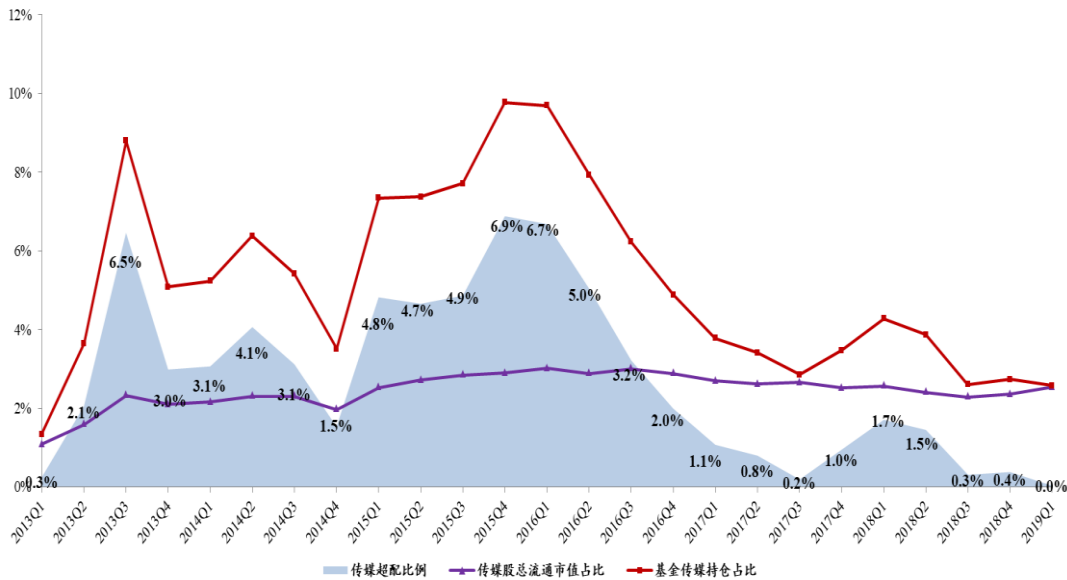
图 6：传媒板块 2013 至今重仓股持仓集中度与申万传媒指数走势对比



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

2019Q1 传媒重仓股超配比例环比 2018Q4 下降 0.4% 至 0.0%，基金对传媒板块整体预期与市场基本一致，相比于 2018 年 Q1-2，风险偏好进一步降低。2019Q1 传媒重仓股超配比例为 0.0%，处于历史最低点，投资风险偏好进一步降低，低配状态延续。

图 7：传媒板块 2013-2018 年超配比例走势



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

二、行业情况回顾：传媒行业长期景气度较高，各子行业仍具上升空间

(一) 传媒子行业政策趋严，行业整体向规范化精品化发展

表 2：传媒各子行业政策环境

传媒子行业	行业政策现状	我们的分析与理解
影视行业	税收等政策收紧下行业承压，集中度提升和精品化将成为未来主趋势。	影视产业税收政策持续优惠，并有支持文化产业发展的系列政策，推动影视行业高质量、均衡化发展；但是影视从业人员的税收政策趋紧，从业人员片酬及电视剧采购价格两方面均出现限额规范。在政策持续收紧的背景下，行业承受较大压力，整体项目储备呈持续下滑趋势，但头部公司目前项目储备仍较丰富。在人民群众文化娱乐需求不断提升的推动下，行业市场空间仍具备较大潜力。在规范化的进程中，集中度提升和精品化将成为未来的趋势。
游戏行业	游戏版号恢复发放但监管环境仍趋严，行业将更加关注游戏本身的产品质量。	受国家机构改革影响，游戏版号审批自 2018 年 3 月末开始处于暂停状态，国产游戏备案也已于同年 6 月份关闭，游戏行业政策整体趋严。同年年末游戏审核部

门机构改革正式落地，国产和进口游戏版号恢复审批工作。在监管趋严的大背景下，减量提质是游戏行业的未来大趋势，行业将逐渐步入规范化发展，自研能力将成为事关厂商生存发展的核心能力，将更加关注游戏本身的产品质量。同时，游戏行业向精品化转型，市场进一步细分，满足特定用户群体的需求将成为新的增长点。

出版行业

书号总量收缩下行业规模承压，减量提质成为行业未来管理主题。

书号，即为我国合法出版书籍的统一编号。2009年1月，书号网上实名申领全面开展，结束此前摊派式的书号分配制度。然而，自2018年年初开始，书号总量再次收缩。在此情况下，行业规模整体承压，控制图书种数增长率，减少重复品种的出版成为2019年的管理主题。在税收方面行业一直享有稳定的政策优惠，预计文化增值税及营业税优惠政策将长期延续，可成为出版行业的可持续性利好，可为出版单位及个人减轻税负压力、增强盈利能力。

营销行业

广告行业受政策影响较大，规范广告市场秩序有利于净化广告市场环境。

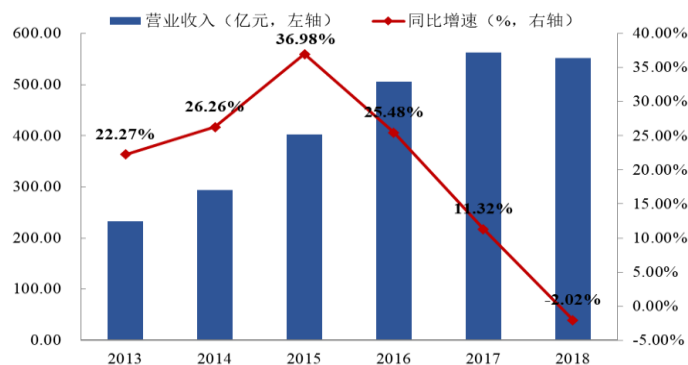
广告行业作为国家战略性产业之一受到重点关注，但由于国家管理部门发挥和调控的职能，广告行业受政策变化影响较大，出台维护和净化广告市场秩序的政策很容易冲击相关特殊行业广告的投放。但规范是为了更好地发展，从整体来看，规范广告市场秩序有利于净化广告市场环境，促进广告市场的健康发展。

资料来源：中国银河证券研究院整理

(二) 影视行业：上半年电影市场多方面承压下表现平淡，关注重点电影表现

1. 政策趋严板块收入增速承压，项目放缓行业不确定性增强

图8：2013-2018 影视行业上市公司的营业收入及同比增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

板块收入规模稳定增长，政策趋严下增速放缓、不确定性增强。影视动漫板块收入稳定增长，截止 2018 年整体营收为 551.52 亿元，同比下滑 2.02%。但因受行业整体政策趋严、流动性收紧、税收新规和片酬限额等多重因素影响，影视公司新项目推进放缓，2019 年影视动漫板块收入不确定性增强。

2. 上半年电影市场表现平淡，关注重点电影表现

电影：2018 年全国电影票房增速下滑，总票房 609.76 亿元，较去年 559.11 亿元同比增长 9.06%；分账票房 565.39 亿元，同比仅增长 7.94%。观影人次同比增长 5.93%至 17.16 亿，放映场次同比增长 17.24%至 11066.8 万场，场次增速远大于观影人次，场均人次同比下降 1.7 至 15.5 人；同时，平均票价同比提高 0.62 元至 32.95 元，为长期下滑后的在首次提升。2018 年共上映国产片 393 部，在国产片总量基本不变的情况下，国产片分账票房 352.5 亿元，其票房占比从 51%提升到 63%，票房贡献率首次超过六成，中国电影市场对进口片的依赖逐渐减弱。

2019 年上半年国内电影综合票房达 311.7 亿元，同比减少 2.7%，较 2018 年上半年有所下滑；总人次为 8.08 亿，同比减少 10.3%；国产影片票房为 157.54 亿元，同比减少 16.94%，同时国产影片份额由去年同期的 59.21%下降至 50.54%。上半年票房过亿影片 42 部，其中国产影片 17 部，进口影片 25 部；全国银幕数同比增加 16.76%达到 64944 块。2019 年上半年总票房较 2018 年小幅下滑，整体表现稍显低迷，主要因为受到 2018 年税收政策影响，导致上半年优质影片项目储备不足，并在票价上涨、影片审核政策趋严等因素共同作用下，观影人次和总票房均呈现下滑趋势。

网络剧：网络剧热度表现较好，2019 年上半年网络剧 Top1 平均播映指数同比上升 2.77%，达到 77.47。网络剧的火爆首先得益于网剧制作的精品化趋势，如优酷的《白夜追凶》、爱奇艺的《延禧攻略》等头部网剧均是口碑与流量俱佳；其次，网络剧采用季播模式，把“首播效应”转化为“品牌效应”，继续开发爆款网剧的潜力；再次，巨头平台竞争带动网络剧整体实力增长，播放平台集中于爱奇艺、腾讯视频与优酷三家视频平台，这三方平台正凭借庞大的资金投入、大数据分析、生态化运营推动网络剧整体实力的提升；最后，网络剧类型更为丰富，囊括宫廷权谋类、玄幻穿越类、年代情感类、家庭伦理类等各类热门题材，也有一些中小 IP 和原创网剧满足小众审美需求，因此更容易在题材和内容上实现差异化优势，网络剧类型的多样化趋势将更全面满足观众的内容需求。

综艺节目：自 2018 年 7 月广电总局加强对综艺节目的内容监管和综艺节目中追星炒星、泛娱乐化、高价片酬问题的调控治理以来，综艺节目在监管趋严的影响下，关注度有所回落，2019 年上半年综艺节目 Top1 平均播映指数同比下降 5.48%。但伴随着片酬问题的逐步规范，综艺节目的成本结构将得以改善，更多成本将回归到内容创作中来，也在一定程度上鼓励了行业的创造性和内容的精品化。

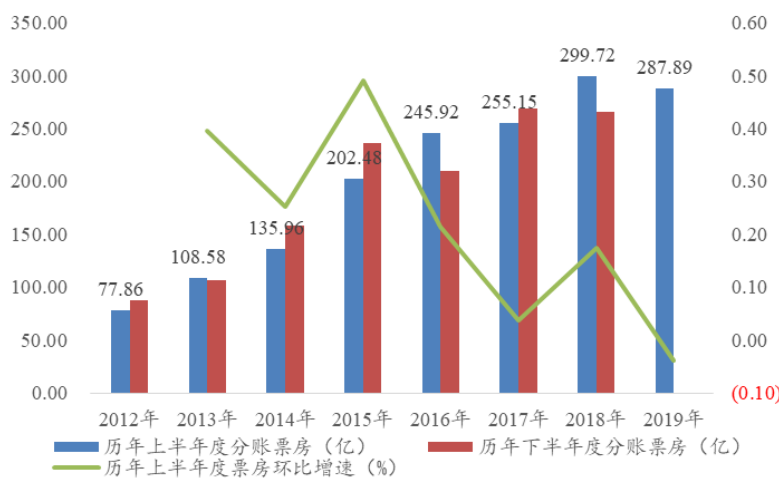
卫视收视率：头部卫视收视率排序情况基本保持稳定，2019 年上半年湖南卫视以 0.368% 的收视率仍位列第一，浙江卫视、江苏卫视、东方卫视和北京卫视仍占据卫视收视率排行榜前五名的剩下四席。但受到在线视频平台自制内容逐渐丰富、网络剧流量增速迅猛等影响，2019 年上半年卫视 TOP5 平均累计收视率整体微降 0.02%。

2.1 电影票房

2019年上半年国内电影综合票房达311.7亿元，同比减少2.7%，较2018年上半年有所下滑；总人次为8.08亿，同比减少10.3%；国产影片票房为157.54亿元，同比减少16.94%，同时国产影片份额由去年同期的59.21%下降至50.54%。

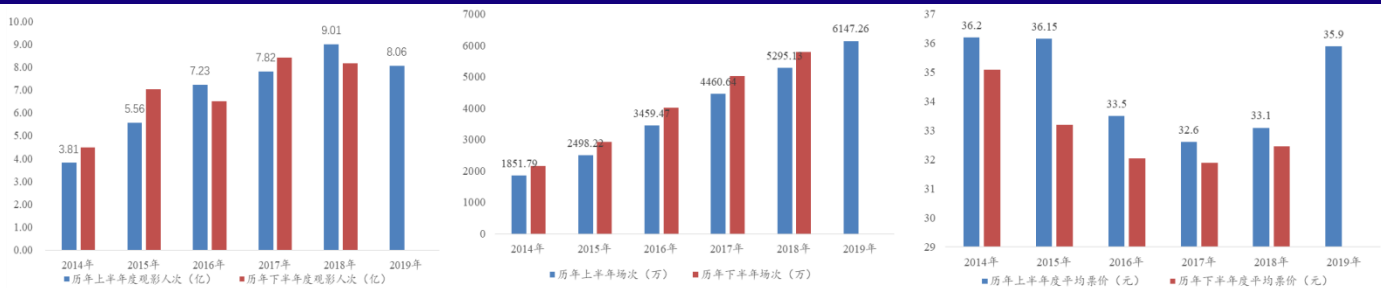
上半年票房过亿影片42部，其中国产影片17部，进口影片25部；全国银幕数同比增加16.76%达到64944块。2019年上半年总票房较2018年小幅下滑，整体表现稍显低迷，主要因为受到2018年税收政策影响，导致上半年优质影片项目储备不足，并在票价上涨、影片审核政策趋严等因素共同作用下，观影人次和总票房均呈现下滑趋势。

图9：2012-2019年全国电影市场半年度分账票房及增速（亿元，剔除服务费）



资料来源：艺恩数据，中国银河证券研究院

图10：2014-2019年全国电影市场季度观影人次(亿)、场次(万)、平均票价(元)



资料来源：淘票票专业版，中国银河证券研究院

表3：2019年上半年综合票房TOP10影片

排名.影片名	累计票房(万)	票房占比	平均票价	场均人次	豆瓣评分
1.流浪地球	433,046	15.00%	41	29	7.9
2.复仇者联盟4：终局之战	402,709	13.90%	47	23	8.6
3.疯狂的外星人	204,548	7.10%	39	30	6.4

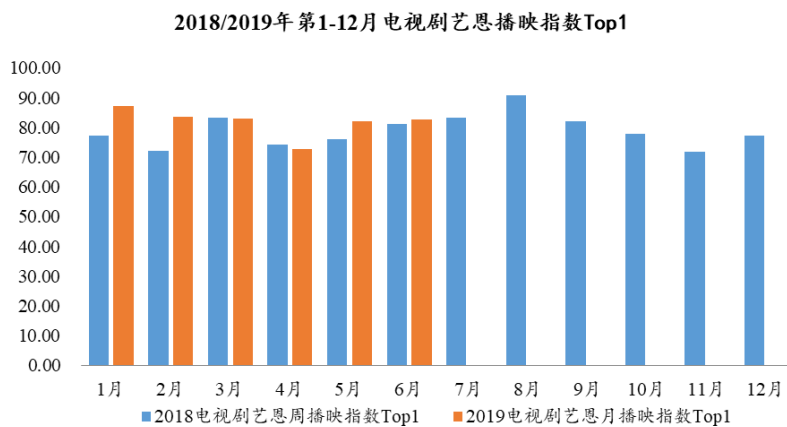
4.飞驰人生	159,415	5.50%	39	25	6.9
5.大黄蜂	105,621	3.60%	33	11	7.0
6.惊奇队长	95,020	3.30%	34	14	6.9
7.哥斯拉 2: 怪兽之王	88,489	3.10%	34	14	6.4
8.比悲伤更悲伤的故事	85,496	3.00%	28	15	4.8
9.阿丽塔: 战斗天使	81,846	2.80%	35	14	7.6
10.反贪风暴 4	73,436	2.50%	32	11	6.0

资料来源: 艺恩数据, 中国银河证券研究院

2.2 电视剧播映指数

电视剧方面, 2019 上半年, 根据艺恩数据电视剧播映指数数据, 《都挺好》以 83.10 播映指数排名第一; 《少年派》播映指数 82.40, 排名第二; 《知否知否应是绿肥红瘦》播映指数 80.90, 排名第三; 《破冰行动》播映指数 76.50, 排名第四; 《带着爸爸去留学》播映指数 74.50, 排名第五。

图 11: 电视剧月度播映指数 Top1 变化情况

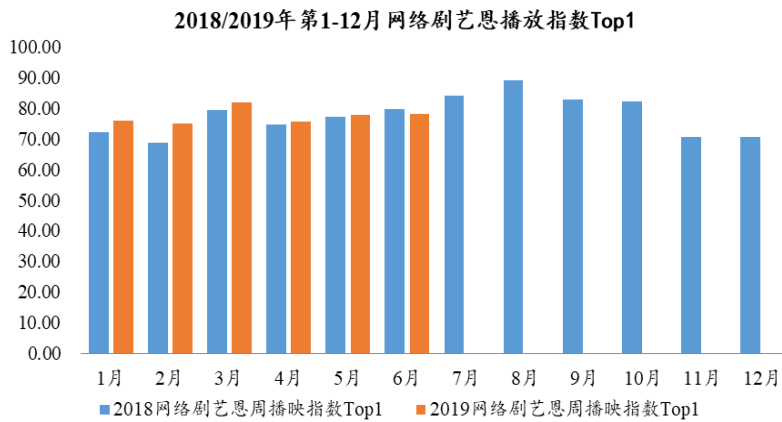


资料来源: 艺恩数据, 中国银河证券研究院

2.3 网络剧播映指数

网络剧方面, 2019 上半年, 根据艺恩数据网络剧播映指数数据, 《东宫》以 79.00 播映指数排名第一; 《白发》播映指数 77.80, 排名第二; 《倚天屠龙记》播映指数 75.40, 排名第三。

图 12: 网络剧月度播映指数 Top1 变化情况

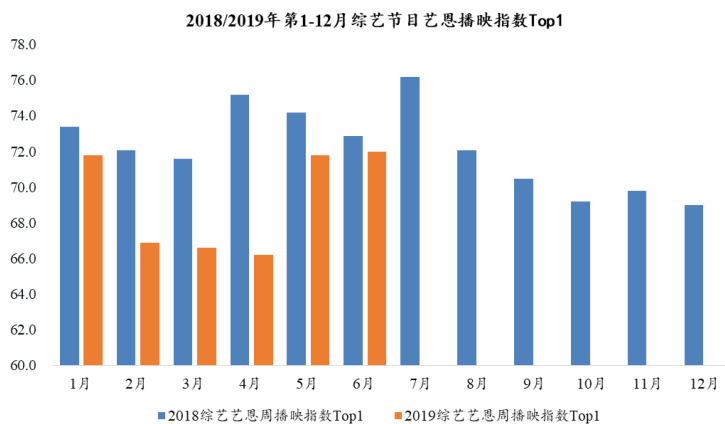


资料来源: 艺恩数据, 中国银河证券研究院

2.4 综艺节目播映指数

综艺节目方面, 2019 上半年, 根据艺恩数据所统计的综艺节目播映指数排行数据, 《这! 就是街舞第二季》、《歌手 2019》分别拿下第一、第二的位置。

图 13: 综艺节目月度播映指数 Top1 变化情况



资料来源: 艺恩数据, 中国银河证券研究院

2.5 卫视收视率

卫视收视率方面, 根据酷云 EYE 所统计的收视率排行数据, 2019 上半年卫视收视率排行榜中, 湖南卫视、浙江卫视、江苏卫视、东方卫视、北京卫视分列前 5 位, 其中湖南卫视以 0.368% 的收视率位列第一, 浙江卫视以 0.231% 的收视率紧随其后。

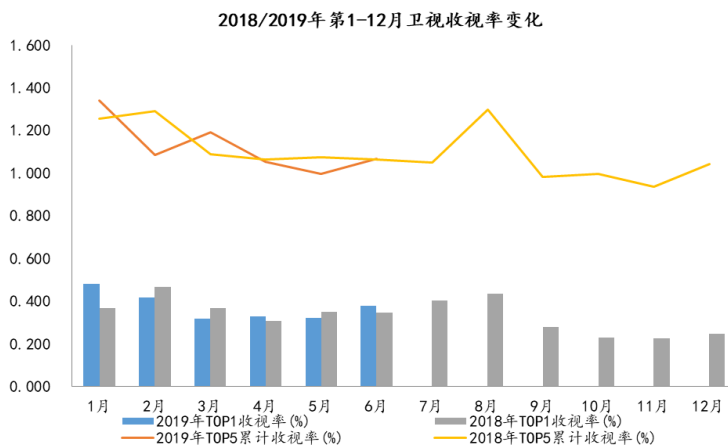
表 4: 卫视月度收视率排行榜

2019年01月01日-06月30日卫视全天(00:00-24:00)收视率		
排序	频道	收视率(%)
1	湖南卫视	0.368
2	浙江卫视	0.231

3	江苏卫视	0.197
4	东方卫视	0.160
5	北京卫视	0.128
6	湖南金鹰卡通频道	0.097
7	山东卫视	0.089
8	安徽卫视	0.079
9	广东卫视	0.073
10	江西卫视	0.068

资料来源：酷云EYE，中国银河证券研究院

图 14：卫视收视率变化情况



资料来源：酷云EYE，中国银河证券研究院

3. 文化娱乐需求不断提升，影视行业市场空间仍可挖掘

在大市场环境紧迫、整体消费需求后劲不足的大背景下，2018 年对重点整治天价片酬、阴阳合同政策频出，对行业而言无疑是巨大的冲击。随之而来的是费用的大幅加高，融资成本提高，经营压力加大，项目数量减少。但文化娱乐需求不断提升，影视行业市场空间仍可挖掘。

文娱人均消费支出比例不断上升支撑行业增速。2013-2018 年我国居民用于教育、文化、娱乐的人均消费支出不断上升，其占全部消费的比例也从 10.60%扩大到 11.20%。全国电影票房收入规模逐年扩大，电视剧在线播放量也呈现不断增长趋势，2018 年票房超过 600 亿元大关，我们预计 2019 年全年票房将稳中有升，随着荧幕数的持续提升，同比增速有望达到 10%。

在线视频平台成为新增量。自 2015 年视频付费市场驶入快车道以来，平台会员数量高速增长：2019 年 6 月，爱奇艺会员规模突破 1 亿；腾讯在 2018 年年报中披露腾讯视频会员数量增长至 8900 万，行业处于扩张期，收入规模仍有较大上升空间。

总而言之，消费者的消费行为正从传统的生存型物质性消费逐步转向发展型、服务型等新型消费，泛娱乐领域消费规模快速增长。在文娱消费需求提升大背景下，影视行业既拥有着借东风扩大市场规模的机遇，又面临着来自其他新兴泛娱乐形式的竞争和挑战。我们认为，影视行业规模未来仍存在较大空间，对行业成长进行有效挖掘将是行业未来的主流。

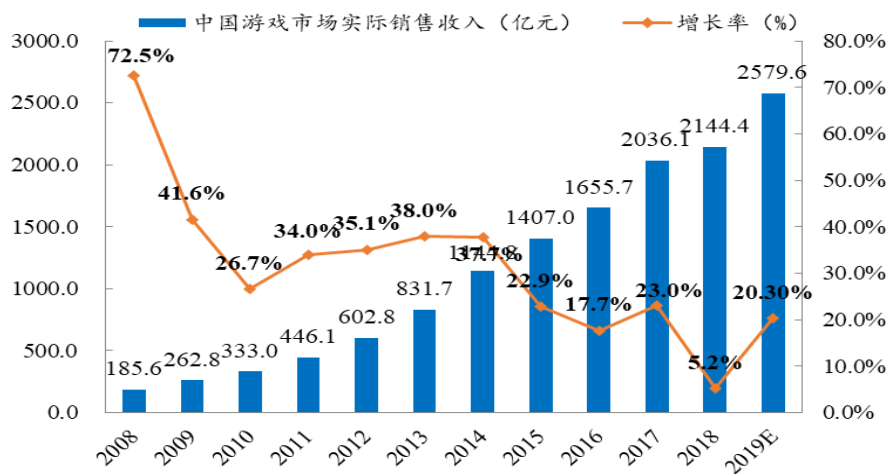
(三) 游戏行业：版号审批进入常态化，进口游戏重启有望带来新增长点

1. 版号审批进入常态化，行业景气度有望回升

因受国家机构改革影响，国产游戏版号审批自 2018 年 3 月末开始处于暂停状态，国产游戏备案也已于 6 月份关闭。在版号审批暂停的九个月内，按此前总局 700 款左右单月版号审批量，期间游戏行业预计缺失约 6000 款获准进入市场的新国产游戏。12 月 21 日，中宣部出版局副局长冯士新在中国游戏产业年会上表示恢复版号核发。截至 2019 年 6 月 30 日，审批恢复后原国家新闻出版广电总局官网共更新了十三批国产游戏版号，共 1016 款游戏获得版号，其中第一批到第十二批版号发出数量分别为 80、84、93、95、95、91、93、95、92、71、65、40、22 款，平均每批次发出版号近 80 个。同时，进口游戏于 2019 年 3 月 29 日重启，目前已发放三批版号，共计 75 款游戏。

我们认为，游戏版号审批逐渐常态化，行业政策面得到边际改善，2019 年业绩有望迎来修复行情。在行业规模方面，根据中国音数协最新游戏产业报告显示，中国游戏市场实际销售收入 2144.4 亿元，同比增长 5.3%，整体收入增幅明显放缓。我们预计 2019 年中国游戏市场同比增速有望恢复到 20% 左右的合理增速，规模或将达到 2579.6 亿。

图 15：中国游戏市场实际销售收入及增速



资料来源：中国音数协游戏工委 (GPC) 和伽马数据 (CNG) 历年中国游戏产业报告，中国银河证券研究院

2. 行业处于成熟期格局稳定，移动游戏市场规模占比不断增大

电子游戏起源于 20 世纪 50 年代的美国，距今已有 60 余年的发展历史。中国内地游戏产业正式发端于 1994 年，起步相对较晚。经过二十多年的发展，中国电子游戏行业经历了产业培育期、产业起步期和快速发展期，现今已经进入稳定成熟期，市场格局日趋稳定。

在市场规模方面：根据中国音数协游戏工委的数据显示，2018 年中国游戏用户规模达到 6.26 亿人，同比增长 7.3%。经过 2008-2011 年的爆发式增长，自 2014 年开始，中国游戏用户规模增速降至 10% 以下，游戏行业的人口红利已经接近尾声。在此背景下，中国游戏市场整

体收入规模增幅逐渐放缓，2018 年实际销售收入 2144.4 亿元，受版号审批暂停影响同比增速仅 5.3%。

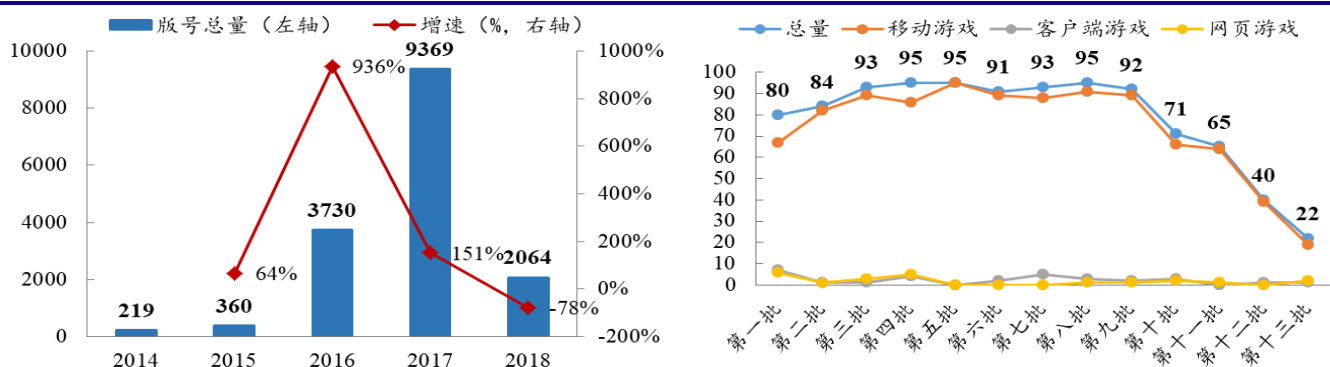
在产品种类方面：游戏种类较为多样，囊括客户端游戏、移动游戏、网页游戏及主机游戏等类型。在 20 世纪初，端游作为先头军快速打开了中国游戏市场，而后随着移动互联网等技术的高速发展，移动游戏和网页游戏进入玩家视野，游戏类型开始多样化。2011 年移动终端的普及，使得移动游戏搭载人口红利迅速崛起，中国手游市场在 2013 年开始高速增长并迅速分流网页游戏，到 2018 年中国移动游戏市场规模达 1339.6 亿元，占中国游戏市场总规模的 62.5%，腾讯、网易等公司成为游戏市场龙头企业。但受人口红利消失及政策面收紧影响，移动游戏收入增速也呈现下降趋势，后来流量时代，提高用户留存率成为游戏公司首要目标，内容和产品成为成长的核心驱动力。

2.1 国产游戏版号审批速度平稳，进口游戏公布暂停后的第三批版号

回顾近 10 年网络游戏版号发放情况，2009 至 2018 年十年间，全国范围内获得版号的游戏共 19880 款，包括国产及进口的客户端游戏、移动游戏、网页游戏、H5 游戏及主机游戏，其中国产游戏 18816 款，进口游戏仅 1064 款。从 2016 年 7 月到 2018 年 3 月，游戏版号办理的政策保持着稳定和宽松，其中，仅 2017 年就有 9368 款游戏获得版号。因受国家机构改革影响，2018 年网络游戏版号发放受到限制，版号审批自 2018 年 3 月末开始暂停，使得 2018 全年发放数量下降至 2064 款。2018 年末审批恢复，截至目前，原国家新闻出版广电总局官网共更新了十三批国产游戏版号，总计 1016 款游戏获得版号，其中移动游戏 964 款、客户端游戏 30 款、网页游戏 22 款，目前发放的版号以移动游戏为主。

在进口游戏方面，当前审批主要针对两种产品：一种是国内游戏企业代理的海外游戏产品，另一种是获得海外版权方 IP 授权、由国内游戏企业研发的游戏。2019 年 4 月 2 日，进口网络游戏版号恢复发放，这是 2018 年 2 月以来首次发放进口游戏版号。截至目前，已发放三批进口游戏版号。从游戏数量看，三批共 75 个版号并以游戏大厂为主；从游戏类型看，过审进口游戏较以往更加多元，除休闲游戏外，不乏 MMO、MOBA、SLG、二次元等游戏品类，覆盖到了目前市场上大部分主流品类。2017 年全年进口游戏版号过审 467 款，月均约 39 款，而目前虽然数量稍低于此前水平，但相信与国产游戏版号的趋势相似，随着审批工作逐步恢复，未来数量将会逐渐处在一个合理的区间，游戏行业政策面逐渐明朗，但管理力度趋严仍是大趋势。

图 16：2014-2018 年国产游戏版号总发布数量，2018 年 12 月版号恢复后第一至十二批国产游戏版号情况



资料来源：国家新闻出版广电总局，中国银河证券研究院

2.2 移动游戏流水数据

2019年5月移动游戏流水排行如下：

产品方面：《王者荣耀》继续保持榜首位置，新游《和平精英》与《明日方舟》分居于第二位和第五位，《一起来捉妖》凭借全新的AR探索玩法成功冲上榜单第七位。

开发商和运营商方面：腾讯游戏和网易游戏头部优势明显。开发商中腾讯游戏和网易游戏分别占5席和2席，运营商中腾讯游戏占据6席、网易游戏占据2席。

表 5：2019 年 5 月伽马数据移动游戏收入测算榜 TOP10

排名	游戏名称	游戏类型	较上月排名变化	开发商	运营商
1	王者荣耀	MOBA 类	0	腾讯游戏	腾讯游戏
2	和平精英	射击类	new	腾讯游戏	腾讯游戏
3	完美世界	MMORPG	-1	完美世界	腾讯游戏
4	梦幻西游	回合制 RPG 类	-1	网易游戏	网易游戏
5	明日方舟	策略类	new	鹰角网络	鹰角网络
6	阴阳师	回合制 RPG 类	+3	网易游戏	网易游戏
7	一起来捉妖	AR 探索	-3	腾讯游戏	腾讯游戏
8	QQ 飞车	竞速类	-2	腾讯游戏	腾讯游戏
9	乱世王者	策略类	+3	腾讯游戏	腾讯游戏
10	开心消消乐	消除类	-2	乐元素	乐元素

资料来源：伽马数据，中国银河证券研究院

3. 自研能力成为核心竞争力，细分人群及海外市场带来新增长

自研能力成为核心驱动力。过去几年游戏行业处于高速增长期，但随着游戏行业人口红利逐渐褪去，买量成本上涨，行业供给端开始收紧，对于依靠换皮和堆量进行获客的游戏公司是一个较大冲击。因此，自研能力将成为事关厂商生存发展的核心能力；对于产业链下游，游戏发行方在流量成本增加影响下，也将更加关注游戏本身的产品质量，精品游戏将获得更高的议价能力。

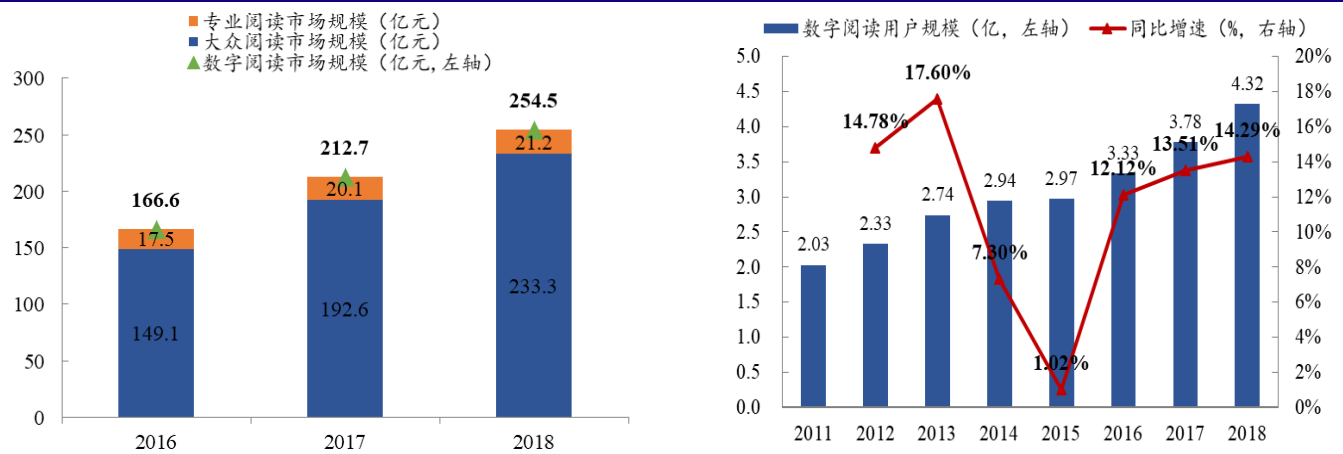
国内细分市场及海外游戏市场成为新的增长点。快速增长期过去后，游戏行业向精品化转型，告别以量博收的开发风格，市场进一步细分，寻觅以精品游戏冲出国内甚至海外市场的方法也成为了未来的主要方向，满足特定用户群体的需求将成为新的增长点。其中，二次元移动游戏市场的关注度提升，各厂商布局力度加深。2018年，其市场规模同比增长19.5%至190.9亿，增长率高于同期移动游戏市场整体增长水平。虽然目前二次元游戏在中国移动游戏市场中占比仅为14.3%，市场贡献度较低。但随着二次元移动游戏数量和质量的不断提升，二次元用户的付费意愿的增强，二次元游戏市场或将迎来新的发展机会。

（四）阅读行业：图书出版行业增速放缓，数字阅读市场规模保持高速增长

1. 图书出版行业增速放缓头部凸显，数字阅读市场规模保持高速增长

伴随着互联网发展以及智能手机、平板电脑和电子书阅读器等智能终端的普及，自2010年以来，中国人均数字化阅读方式接触率、手机阅读接触率等指标增长较快。截至2018年，中国数字阅读市场规模增至254.5亿元，用户规模已达4.32亿，预计2019年其市场规模将超过300亿。数字阅读逐渐成为居重要的阅读形式之一，对图书出版行业造成一定冲击。

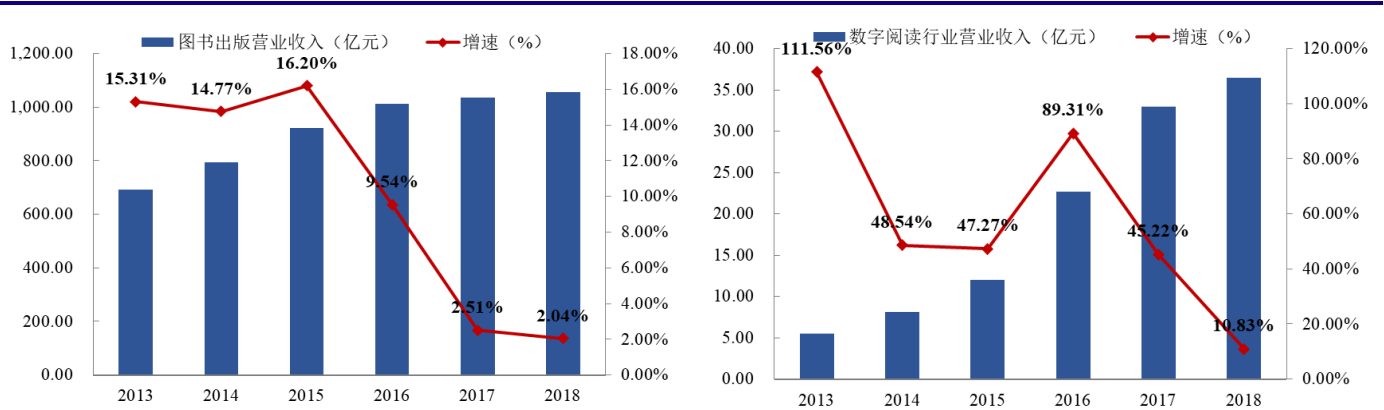
图 17：2016-2018 数字阅读市场规模，2011-2018 数字阅读市场用户规模及增速



资料来源：2018 年中国数字阅读白皮书，中国银河证券研究院

2018 年图书出版发行行业营业收入 1057.77 亿元，同比增长 2.04%。在 2013 至 2015 年期间，图书出版发行行业保持约 15% 的平均增速，自 2015 年以来，在数字阅读、新媒体等冲击下，图书出版行业营业收入增速逐步减缓。而数字阅读行业收入在 2016 年迎来增长高点，并在 2017 年依旧保持较高的增速。

图 18：2013-2018 图书出版及数字阅读行业上市公司的营业收入及同比增速



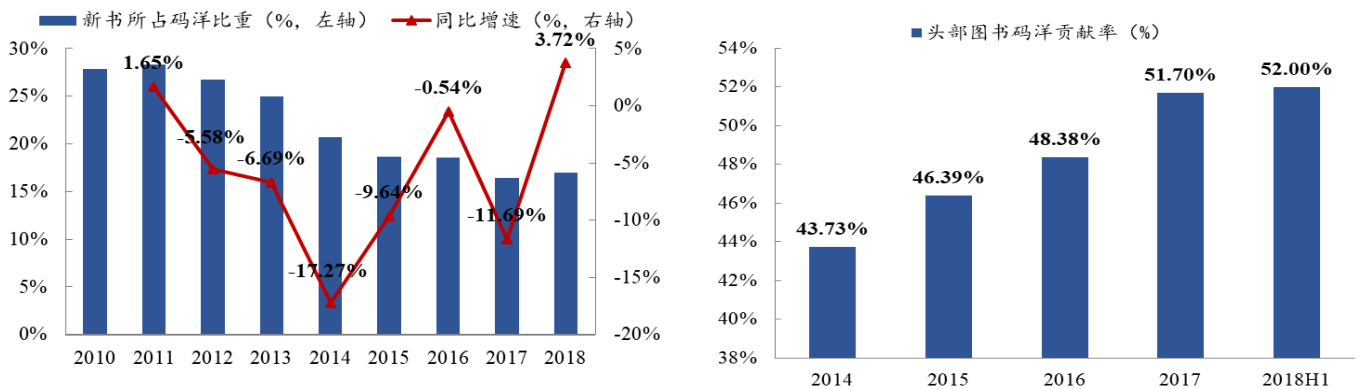
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

在图书发行市场，呈现出与影视和游戏两个行业相似的发展趋势，头部效应愈加明显。根

据北京开卷的数据，头部图书的码洋贡献率在 2017 年首次超过 50%，意味着 2017 年图书市场中半数以上的码洋来自于前 1% 的产品，图书产品的头部效应凸显，渠道向头部集中。

同时，新的优质内容有效供给不足，经典作品持续霸榜。根据北京开卷数据，新书所占码洋比重由 2011 年的 28.33% 降至 2017 年的 16.39%，2018 年上半年仅有 9.27%。2018 年上半年虚构类图书的前十名中没有新书入榜，非虚构类图书也仅有一本新书《梁家河》进入了前十名，亦说明行业原创出版能力有待提高。

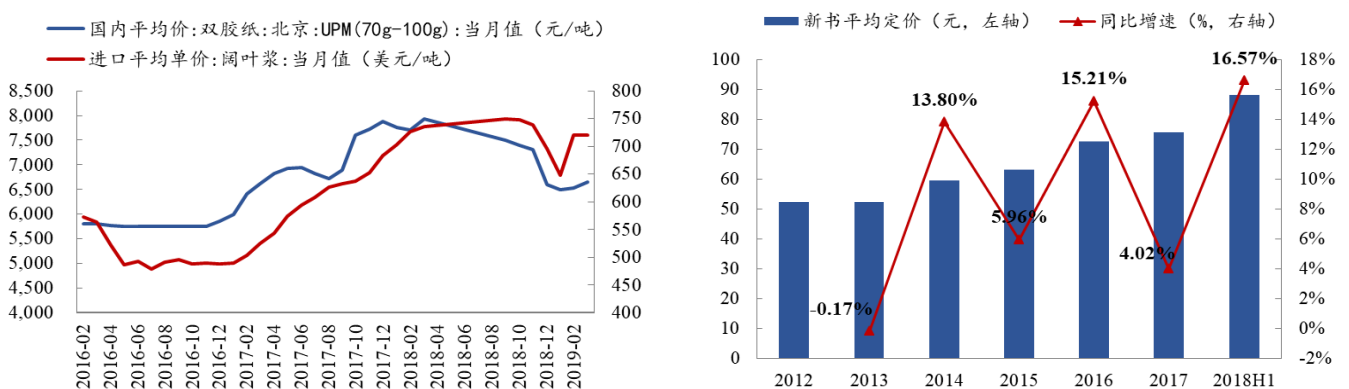
图 19：2010-2018 新书所占码洋比重，2014-2018H1 头部图书码洋贡献 (Top1%的品种)



资料来源：北京开卷，中国银河证券研究院

图书出版物主要的两个品类为书籍（大众图书）和课本（教材征订目录内的教材和教辅材料）。其中，大众图书的销量主要由市场的供求关系决定，码洋是其需求量的重要影响因素之一。近年来，由于大气污染问题，国家环保部门加强了对造纸业等污染行业的直接干预，导致纸张价格大幅上涨，图书印刷成本增加。2016 年 2 月至 2018 年 3 月，双胶纸价格增长近 40%，直接推升新书定价（2018 年上半年新书平均价格为 88.15 元，同比增长 16.57%），影响消费者的消费欲望，增加大众图书的销售压力。相比之下，由于课本主要采用征订的方式，价格不完全由市场决定，因此纸价上涨对课本码洋的影响较为滞后，课本具有刚性需求属性。

图 20：2016 年 2 月-2019 年 4 月纸张价格、2012-2018H1 中国图书零售市场新书平均定价及增速

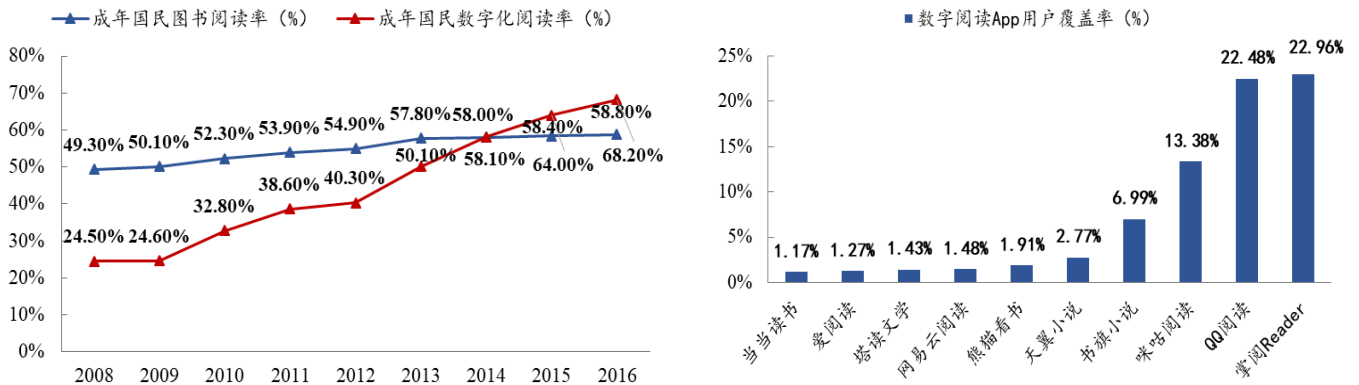


资料来源：Wind、北京开卷，中国银河证券研究院

2. 数字化阅读率持续提升，细分图书品类仍具有刚需属性

数字阅读逐渐成为居重要的阅读形式之一，成年国民数字化阅读率在 2014 年超过图书，对图书出版行业造成一定冲击。但纸质图书仍然是国民阅读的主要形式。纸质阅读多为知识和文学等内容的“深阅读”，而数字阅读主要为网络文学和新闻资讯等内容的“浅阅读”，两种阅读介质互相补充，满足不同人群的阅读需求，纸质书持续吸引深阅读用户群体。

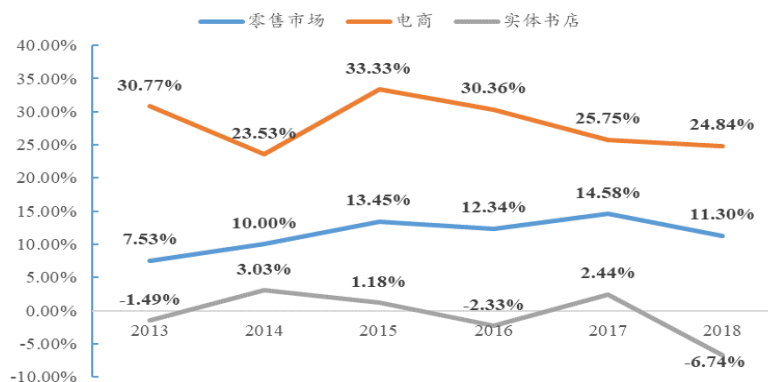
图 21：2008-2016 年成年国民图书阅读率及数字化阅读接触率，2018 年数字阅读 APP 用户覆盖率



资料来源：中国产业信息网，中国银河证券研究院

根据北京开卷发布的图书零售市场数据，图书零售市场 2018 上半年同比增长 11.37%，增速有所回落。其中电商渠道增速有所下滑，但仍保持 22.11% 的高速增长。相比之下，实体书店则再次出现负增长，同比下降 2.93%。由此可见，两种渠道分化明显，图书的线上零售比线下更具优势。电商平台对线下书店的分流作用明显，主要由于其价格低廉、品种丰富、配送便捷、活动促销刺激消费作用强等特点，同时线上渠道还具有无租金成本、信息化程度高、采购仓储物流的规模效应等优势。

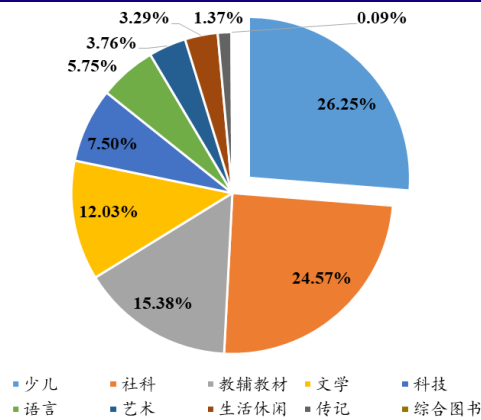
图 22：2013-2018 图书零售市场增速



资料来源：北京开卷，中国银河证券研究院整理

大众图书出版物可细分为少儿、社科、教辅材料及文学等多个品类。根据北京开卷的数据，2018 上半年码洋占比最高的大众图书品类为少儿 (26.25%)，教辅材料位列第三 (15.38%)。虽然受到数字阅读及短视频等新娱乐的影响行业增速减缓，但码洋占比较高的少儿和教辅图书具有刚需属性，其需求受新媒体冲击较小。图书市场仍有望保持稳健增速。

图 23：2018H1 大众图书出版物品类码洋比重



资料来源：北京开卷《2018 上半年图书零售市场报告》，中国银河证券研究院

3. 图书出版税收优惠政策稳定，在线阅读用户基础逐年扩大

行业享有财税优势，税收优惠政策稳定。自 2006 年起，出版行业一直享受文化增值税及营业税优惠政策，单次政策生效时间在 1 年到 5 年之间。国家从 2006 年开始，已经对文化增值税优惠政策进行了 4 次延续，历时长达 15 年，足以见国家对文化产业的重视。根据 2018 年最新政策，到 2020 年底，出版行业将继续享受相关税惠。预计文化增值税及营业税优惠政策将长期延续，可成为出版行业的可持续性利好，可为出版单位及个人减轻税负压力、增强盈利能力。

图书产品头部效应明显，行业向精品化发展。在图书发行市场，呈现出与影视和游戏两个行业相似的发展趋势，头部效应愈加明显。根据北京开卷的数据，头部图书的码洋贡献率在 2017 年首次超过 50%，意味着 2017 年图书市场中半数以上的码洋来自于前 1% 的产品，图书产品的头部效应凸显，渠道向头部集中。

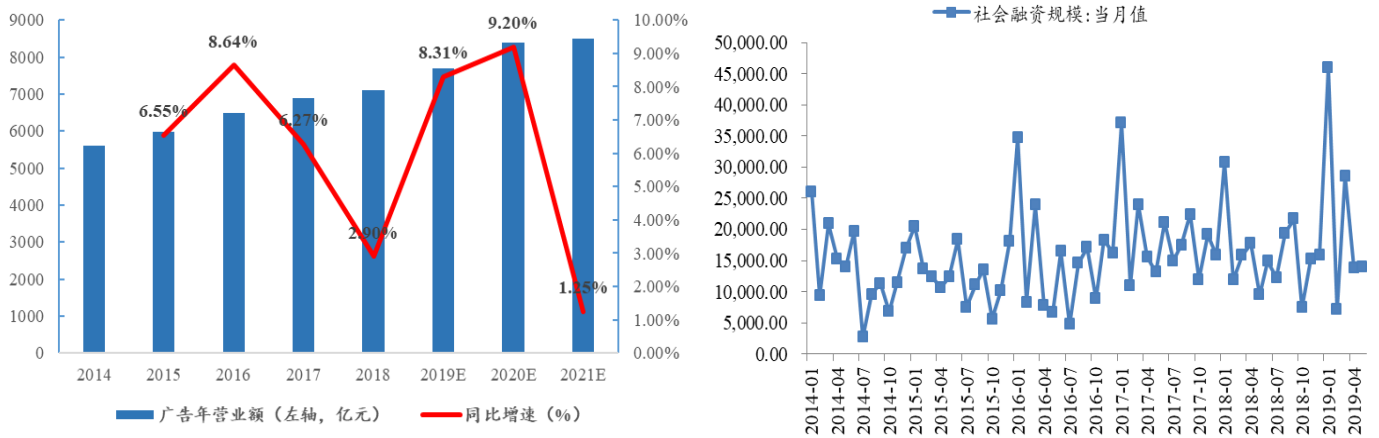
数字阅读市场规模将进一步扩大。2018 年，中国数字阅读产业规模达 254.5 亿元，增长 19.6%，整体市场稳步增长。大众阅读市场规模占比达 91.67%，是产业发展的主导力量。专业阅读市场规模稳中有增，持续为产业贡献力量。2011-2017 年中国网络文学用户逐年扩大，从 2011 年的约 2 亿增长到 2018 年的 4.32 亿，为在线阅读提供丰富的用户基础。同时，人均数字阅读量达到 12.4 本，人均单次阅读时长达 71.3 分钟，整体来看，数字阅读市场保持快速发展。

（五）营销行业：广告市场遇调整期增速放缓，预计全年压力较大

1. 广告市场规模增速放缓，生活圈媒体广告步入稳定发展阶段

2018 年广告行业规模达到 7096 亿元，同比增长 2.90%，并或将在 2019 年超过 7500 亿元。国内广告市场从 2013 年开始增速放缓到个位数，一方面是因为 2013 年市场规模达到 5000 亿之后，高基数后增速放缓，另一方面，广告行业与 GDP 历来高度相关，经济景气低迷时，广告主对未来收入预期不乐观，相应广告投入也会缩减。由于我国从 2013 年开始，GDP 增速逐年放缓，也影响了企业的营销支出。但生活圈媒体和互联网广告细分市场景气度相对较高。

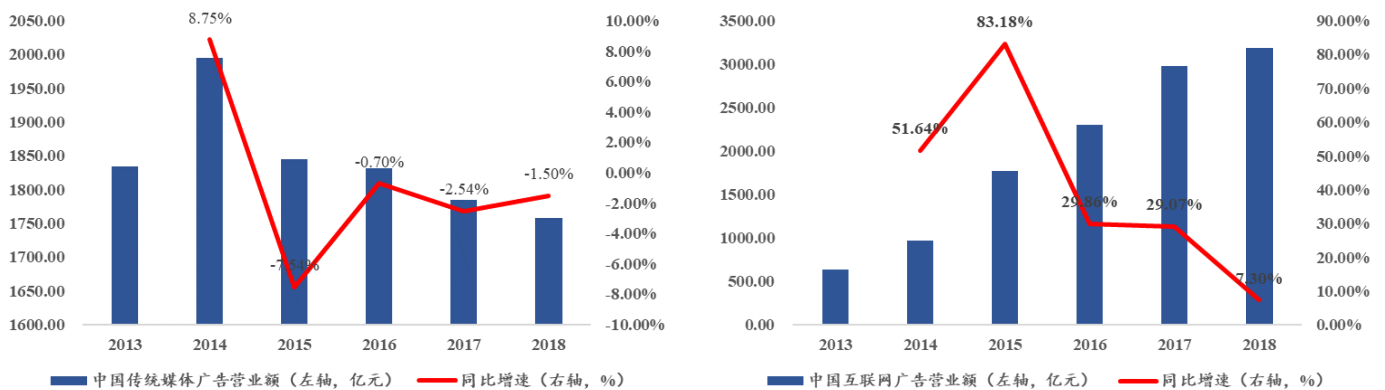
图 24：2014-2021E 中国广告业年营销额、预测额及增速，2014 年 1 月至今社会融资规模数据



资料来源：中国产业信息网、Wind，中国银河证券研究院

虽然广告行业整体规模增速放缓，但生活圈媒体和互联网广告细分市场景气度相对较高。就细分市场来看，楼宇、影院与互联网广告市场高度景气。从 CTR 统计的媒介广告刊例花费这一指标来看，电视、报纸、杂志等传统广告市场呈现持续下滑趋势，但互联网广告及楼宇、影院广告等 2018 年增速基本在 10% 左右。从 2018 年各媒介广告增长贡献量来看，广告大盘的增长也主要是由互联网广告及楼宇、影院等媒体的广告投放增长驱动的。进入 2019 年以后，生活圈媒体增速逐渐放缓，平均增速在 2% 左右，降幅较大，逐渐步入平稳发展阶段。

图 25：2013-2018 年中国传统及互联网广告营业额走势

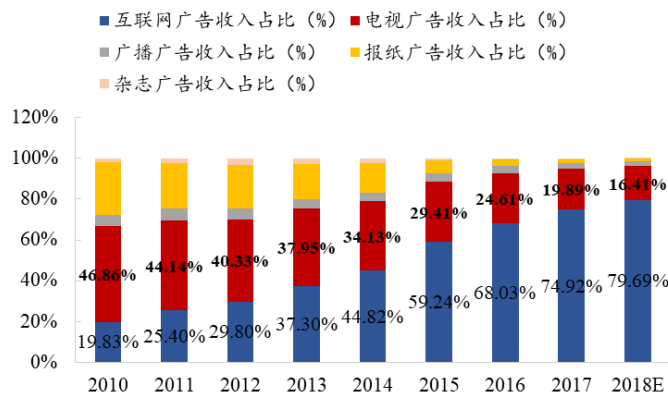


资料来源：中国产业信息网，中国银河证券研究院

2. 广告市场存在结构性变化，线上线下的整合营销成未来趋势

我国的广告市场规模不断扩大，但存在结构性变化。以报纸、杂志为代表的纸媒广告市场份额不断萎缩；电视和广播广告市场份额逐渐稳定、增速放缓；而互联网网络广告和楼宇广告一路高歌猛进。当前互联网广告市场已经从快速增长长期过渡到稳定增长长期，增速逐渐遇到瓶颈，而楼宇广告依然处于快速增长长期，预计 2019-2020 年互联网广告增速逐渐趋缓，而楼宇广告依然维持高增速，未来营销市场线上+线下是大势所趋。

图 26：2010-2018 年五大媒体广告收入规模



资料来源：中国产业信息网，中国银河证券研究院整理

3. 全媒体广告市场降幅连续四月收窄，预计全年面临较大压力

传统媒体月降幅进一步收窄，电视媒体广告刊例连续回升。2019 年 5 月传统媒体广告刊例收入同比减少 6.6%，相比于 4 月降幅收窄 2.1%。其中电视媒体广告花费同比下降 5.4%，较 4 月收窄 2.2%，报纸、杂志、广播、传统户外媒体延续低迷，传统户外媒体的降幅仍维持在 20%左右，达 23.1%。但电视媒体的广告花费连续四个月呈现收窄状态，中央级、省级卫视和省级地面频道的广告时长同比重回正增长，省级地面频道的广告花费同比上涨 3.2%。

生活圈媒体增长缓慢，步入平稳发展阶段。生活圈媒体方面，梯媒广告在今年进入冷静发展阶段，近三个月的花费增幅稳定在 1%左右，与去年同期的大幅增长相比增速趋缓。2018 年 5 月电梯电视、电梯海报与影院视频的广告花费增速分别为 26.8%、28.4%、36.4%，2019 年 5 月增速大幅下降为 1.2%、2.1%、3.2%。生活圈媒体因广告行业整体低迷态势景气度有所下滑，广告刊例收入增速维持低位，开始进入平稳发展阶段。

广告市场仍处于调整期，预计全年压力较大。根据 2019 年 5 月份广告刊例收入数据，广告市场仍处在调整期，预计全年的广告市场仍面对较大压力。在国内经济状况和互联网流量和人口红利趋尽的大环境下，国内广告主寻求海外市场推广成为大趋势，利好海外广告业务等细分领域。

三、行业展望：5G 推动产业转型升级

(一) 数字技术革新推动文娱产业转型，泛娱乐产业进一步发展

1. 数字技术的革新将推动文化娱乐产业的转型升级

数字技术的发展影响着文化生产方式的革新，也加速了文化传播方式的升级。特别是在互联网技术出现之后，文化传播呈现辐射广、速度快、影响大等特点，因此数字化技术的进步必定为文化的生产方式带来无限可能。5G 时代，高速率、高可靠、低延时、超大数量终端网络的特征，将使数字文化产业迎来前所未有的红利期。

根据英特尔发布的《5G 娱乐经济报告》预测，在未来 10 年（2019-2028 年），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。其中 5G 网络带来的业务将占到营收机会的近一半（近 1.3 万亿美元）。

图 27：2019-2028 年 5G 营收规模预测



资料来源：英特尔 5G 娱乐经济报告，中国银河证券研究院

报告称，最早到 2025 年，全球 57% 的无线媒体营收将来源于对 5G 网络超高带宽能力的运用，以及在 5G 上运行的设备。网络的低时延意味着没有视频会卡顿或中断，现场直播和大文件下载将在眨眼间完成。报告还表示，明年 5G 会为传媒产业带来 4.09 亿美元的营收，预计会占到传媒产业来自无线网络方面营收的 0.2%；而在 2022 年，5G 为传媒带来的营收则会增加到 470 亿美元，在无线所带来营收中的比重也会提升到 18.5%，最早在 2025 年，传媒产业来自 5G 网络和 5G 设备上的收入，在其无线收入中的比重就将超过 50%，预计会达到 57%，而报告预计 2025 年全球传媒业来自无线网络方面的营收为 3210 亿美元，57% 也就是其中的 1830 亿美元。随着时间的推移，5G 为传媒所带来的营收还会进一步增加，到 2028 年，5G 将会为传媒产业带来 3350 亿美元的营收，在无线所带来营收中的比重会提升到 79.9%。

此外，5G 可以为提供媒体交互新方式，5G 技术将大大促进 AR / VR 应用程序开发，在 2021 年至 2028 年间，这些应用程序将创造逾 1400 亿美元的累计收入，并迅速成长为一个触达消费者的全新渠道。AR 技术将通过虚拟物品、虚拟人物、增强性情境信息等方式给人们带来连接媒体的全新方式。而 3D 内容和管理此类内容的生态系统的创建对于充分挖掘这一市场潜力来讲，也至关重要。与 VR 功能相结合的高响应触觉装备——比如《头号玩家》中让人眼花缭乱的触觉反馈套装，将为媒体消费提供新的感官维度。这种新型 VR 体验将在 2025 年出现并在 2028 年前带来逾 50 亿美元的年收入。到 2028 年，中国或将成为全球最大的 VR 和 AR 市场，直接营收将超过 150 亿美元。

5G 还将推动“视频化”和“超视频化”。4G 时代移动互联网短视频和直播应用的发展已经导致 UGC 内容获得了前所未有的大规模增长。5G 将会影响所有的移动互联网应用业务都朝着“视频流”化的趋势发展，以及包括虚拟现实等类型的“超视频化”方向发展。作为大宽带、低时延、大连接的新一代移动通信技术，5G 将把人们的移动宽带体验推向新高度，极大地丰富人们的工作生活、娱乐体验。而随着 4k 的广泛运用与 8k 的逐渐普及，高清视频行业将迎来新的发展机遇。同时，5G+8K 在超清娱乐、医疗影像、广播传媒、远程教育、展览展示、安防监

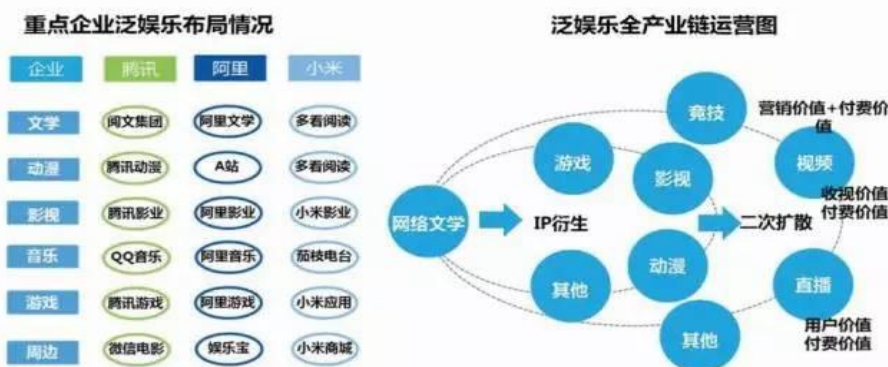
控等领域中的应用，很大程度上也可以提高消费者体验和便捷性

中国政府也于2017年3月首次将人工智能写入了政府工作报告中，这标志着我们向人工智能迈出了步伐，文化产业也应该借AI东风实现快速发展与提升。在这方面，公共文化服务的智能驱动是大势所趋，《公共文化服务保障法》中也明确提出要“鼓励和支持发挥科技在公共文化服务中的作用”，例如图书馆等公共文化设施中通过人脸识别技术借书已经开始使用。此外，前沿核心技术的多维应用正重塑文化产业新业态，人工智能在文化产业领域应用的成功案例比比皆是，未来文化产业的发展势必离不开人工智能的助力。因此，各个行业应根据自身行业发展特点，多维度合理应用人工智能前沿技术，使经济效益倍速增长。人工智能一方面被广泛提及于技术层面，另一方面已然成为一个大型IP，抽离于技术层面成为内容可供创作。因此，文化产业大可于此做足文章，在游戏开发、影视作品、文学创作、主题乐园等领域以人工智能为内容，发挥丰富的想象力进行创作。

2. 泛娱乐产业将进一步高质量发展

2011年以来，以IP为核心，以影视剧、网络游戏、文学作品、动漫为外延的“泛娱乐”文化概念日渐形成，并逐渐成为行业热点，文化多业态融合与联动成为数字娱乐产业尤其是内容产业的发展趋势。内容是泛娱乐产业的核心，精品IP则是内容的核心。现在，文学、动漫、影视、游戏、音乐、综艺节目等业态早已不是孤立发展，而是在IP孵化期就开始协同培育、共同打造精品IP，在早期就实现了资金、内容制作、演艺明星、宣传推广、发行销售、衍生产品等各个环节的贯通。未来，生态化运营的龙头企业将以制作方、投资方、运营方三种或以上的多重形态、角色深度介入IP经营的“全产业链运作”，努力打造作家品牌和超级IP，形成一条“文-艺-娱”一体化的全媒体经营产业链。这种泛文化产业平台的搭建，使得各产业门类不再孤立存在，而是全面跨界连接、融通共生。因此，未来的泛娱乐产业会形成综合型的文娱集团，以集团式作战的方式将产业上下游全链路打通，升级成新兴的大文娱产业生态，生态中的各方都将收获更多回报，不断创新产业业态、更新商业模式，推动我国泛娱乐产业实现进一步的高质量发展。

图 28：重点企业泛娱乐布局情况



资料来源：中国产业信息网，中国银河证券研究院整理

(二) 5G 技术已达商用水平，战略地位受高度重视

1. 5G 产业链主要环节已达商用水平

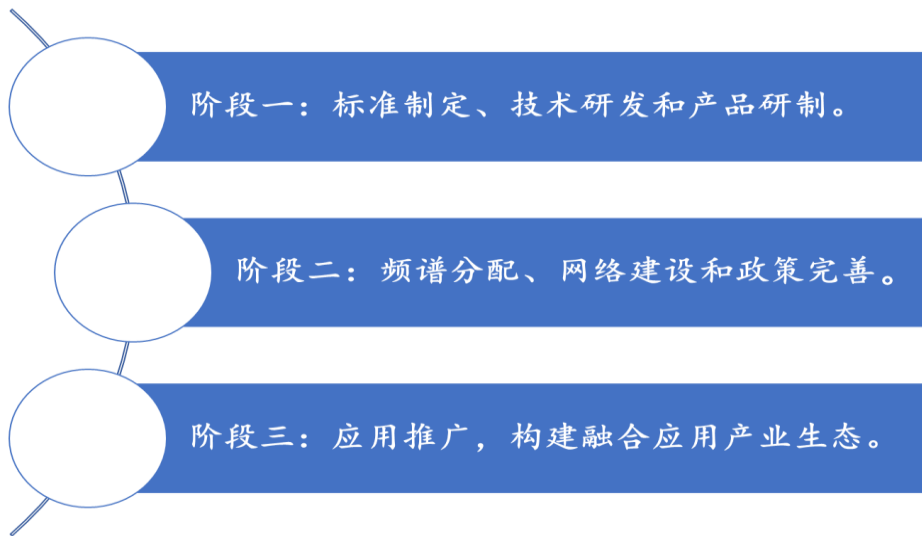
2019 年 5 月 21 日举行的国务院政策例行吹风会上，工业和信息化部副部长陈肇雄表示，目前 5G 技术和产品日趋成熟，系统、芯片、终端等产业链主要环节已基本达到商用水平，具备了商用部署的条件。5G 的发展总体上可以分为三个阶段：

一是标准制定、技术研发和产品研制阶段。在产业界各方的共同努力下，目前 5G 技术和产品日趋成熟，系统、芯片、终端等产业链主要环节已基本达到商用水平，具备了商用部署的条件。

二是频谱分配、网络建设和政策完善阶段。目前，国内已经明确了 5G 中频段频率规划及试验频率，制定了相关分配方案，基础电信企业陆续发布 5G 部署相关计划，积极开展 5G 试验，推进网络建设。

三是应用推广，构建融合应用产业生态阶段。目前，基础电信企业与有关垂直行业通过深化合作，围绕工业互联网、车联网等重点领域，联合开展 5G 应用探索，合力推进 5G 应用发展。

图 29：5G 发展三大阶段



资料来源：中国银河证券研究院整理

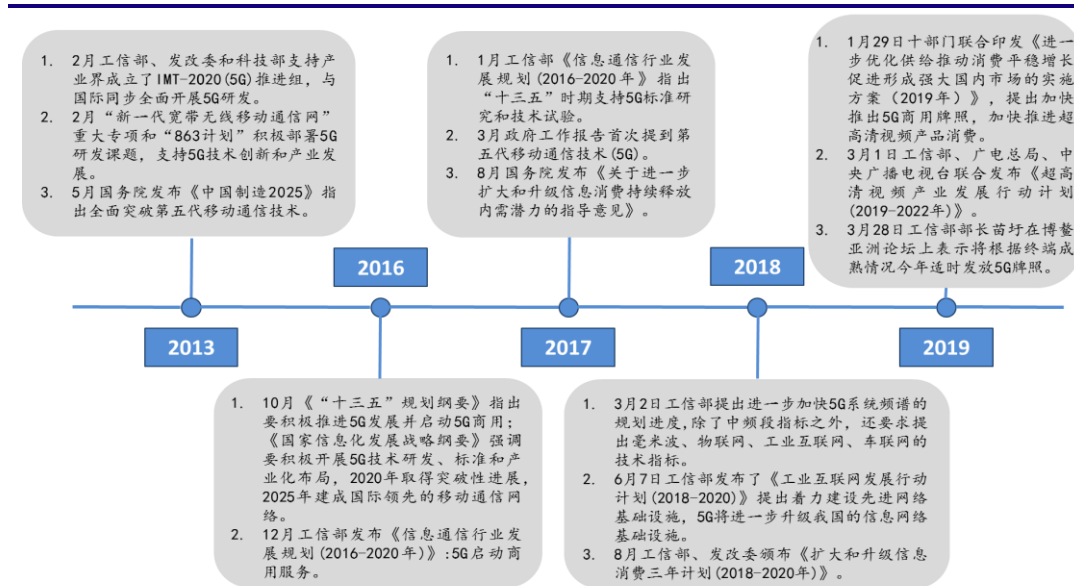
2. 5G 战略地位受到国家政策支持

国内高度重视 5G 战略地位，政府大力推进 5G 技术、标准和产业发展。相关政策的出台加速了 5G 环境推进步伐。早在 2013 年，3G&4G 方兴未艾之际，由工信部、国家发改委、科技部牵头，组织中国移动、中国联通、华为、大唐电信、中兴等通讯龙头联合成立了 IMT-2020 推进组，以推动第五代移动通信技术产学研用链条化研究与发展，力争 2020 年实现 5G 商用；同时，“国家科技重大专项”以及“国家 863 计划”提出促进 5G 技术研发，全球统一标准化。2016

年,《“十三五”规划纲要》指出要加快构建高速、移动、安全、泛在的新一代信息基础设施,积极推进 5G 发展并启动 5G 商用;《国家信息化发展战略纲要》强调,要积极开展 5G 技术研发、标准和产业化布局,2020 年取得突破性进展,2025 年建成国际领先的移动通信网络。2017 年,政府工作报告提到第五代通信技术(5G),指出要加快 5G 技术研发与转化,这是政府工作报告首次提到第五代移动通信技术(5G)。2018 年,工信部、发改委颁布《扩大和升级信息消费三年计划(2018-2020 年)》,提出加快 5G 标准研究、技术试验,并确保 2020 年启用 5G 商用。

5G 相关政策今年不断加码,推动 5G 行业持续超预期发展。2019 年 1 月 29 日,发改委、工信部等十部门 29 日联合印发《进一步优化供给推动消费平稳增长促进形成强大国内市场的实施方案(2019 年)》,提出加快推出 5G 商用牌照,加快推进超高清视频产品消费;2019 年 3 月 1 日,工信部、广电总局、中央广播电视台联合发布《超高清视频产业发展行动计划(2019-2022 年)》,明确将按照“4K 先行、兼顾 8K”的总体技术路线,大力推进超高清视频产业发展和相关领域的应用,实现超高清视频业务与 5G 的协同发展。《行动计划》提出,2022 年,我国超高清视频产业总体规模超过 4 万亿元;2019 年 3 月 28 日,工信部部长苗圩在博鳌亚洲论坛 2019 年年会分论坛上表示将根据终端成熟情况今年适时发放 5G 牌照;2019 年 5 月 21 日举行的国务院政策例行吹风会上,信息通信发展司司长闻库表示,下一步,工信部将不断完善政策环境,推动上下游企业加强协作,助力 5G 的成功商用,支撑数字经济和社会的发展。

图 30: 5G 政策制定进展



资料来源:工信部, C114, 中国银河证券研究院整理

6月6日,工信部向三大电信运营商中国移动、中国联通、中国电信以及中国广播电视网络有限公司正式发放 5G 牌照,牌照的发放,标志着 5G 网络商用正式开始。广电未来有望依托国网公司在 5G、基础通信、IPTV(交互式网络电视)等方面的资源优势,中科院的前沿技术开发优势以及光华集团的产业运营优势,迅速实现全国范围内的落地入网;建立 5G 多频互动内容集成生态、智能分发和大数据云服务,打造 5G 跨屏内容及电商产业的“中央厨房”。同时,还将借助人工智能、大数据分析和其他核心专有技术,打造集智能化硬件、购物、云服务、物联网、内容消费等为一体的大数据跨屏电商和营销平台。在全球业务拓展上,运营公司

将利用国网公司及光华集团在东南亚地区的渠道优势，通过 IPTV 和 5G 网络辐射东南亚地区市场，并逐步切入中西亚、中东欧市场；打造“一带一路”融媒体平台，形成内容海外分发网络。此外，运营公司还将培育孵化 5G 上下游产业生态，独立或合作研发生产智能硬件设备，包括高速数据传输网络、AR/MR（虚拟现实）终端、互联网电视、运动穿戴等，形成 5G 应用产业集群。而国网整合与“全国一网”的落地，将提升广电系的整体实力，提高资源利用效率，为广电系的 5G 建设与发展带来较大的提升作用，整体行业将在 5G 时代迎来全新发展机遇。

（三）5G 商用牌照颁发广电系优先受益，视频及游戏迎来新机遇

1. 广电行业：5G 发展与国网整合具有协同性，5G 技术促进广电加速转型

5G 建设有望与国网整合协同发展。作为中国三网融合试点工作主体之一的国家级有线电视网络公司--中国广播电视网络有限公司(简称国网公司)在 2014 年 4 月 17 日正式注册成立。按照规划，中国广播电视网络有限公司成立后将整合全国有线电视网络为统一的市场主体，并赋予其宽带网络运营等业务资质，成为继移动、电信、联通后的“第四运营商”，同时也是广电系“三网融合”的推进主体。2016 年，中宣部、财政部、国家新闻出版广电总局出台《关于加快推进全国有线电视网络整合发展的意见》，提出到“十三五”规划（2016-2020 年）末期，基本完成全国有线电视网络整合。2018 年 8 月，中宣部推动全国网络整合，成立全国有线电视网络整合领导小组；2019 年 1 月 9 日，在中国广电 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。2019 年 3 月 21 日，全国有线电视网络融合发展战略合作签约活动在北京举行。中国广播电视网络有限公司与中国中信集团有限公司及阿里巴巴集团分别签署了战略合作框架协议。此次战略合作协议的签订，标志着有线电视网络“全国一网”融合发展向前迈进了重要一步。

5G 技术对“智慧广电”业务的发展提升有积极促进作用。在 2018 年 11 月 22 日于贵阳举行的全国“智慧广电”建设现场会上，广电总局党组书记、局长聂辰席在讲话时宣布，工信部已经同意广电网参与 5G 建设，中国广播电视网络有限公司正在申请移动通信资质和 5G 牌照。2019 年 3 月 21 日，国家广播电视总局党组成员、副局长张宏森在第 27 届中国国际广播电视信息网络展览会上提出：“建设面向 5G 的移动交互广播电视网。在三大运营商之外，广电正在积极争取融入 5G 建设阵营，利用广电的频率资源优势、技术资源优势、行业资源优势，特别是弥足珍贵的内容资源和文化创意优势，建设面向 5G 的移动交互广播电视网络。”2019 年 6 月 6 日，工信部向四家企业颁发了 5G 商用牌照，批准四家企业经营“第五代数字蜂窝移动通信业务”。其中，中国广电（中国广播电视网络有限公司）如期获颁牌照。各地方广电单位也已经开始在诸多业务积极布局，如超高清视频、融媒体中心建设、智慧广电等。

5G 技术为广电网络转型发展创造了重要机遇，5G 的技术开放性将使其成为普适性的信息网络基础设施，促进广播电视传播方式和通信传输方式走向融合。一方面，在 5G 环境下，广电网络将提供更加灵活的移动广播和组播服务，在 5G 技术的支持下，提供 4K 甚至 8K 的超高清电视、虚拟现实、增强现实等高质量业务。另一方面，5G 时代的广电网络将实现由村村通、户户通向人人通、终端通的升级换代，进一步提升广播电视全媒体生产规模化水平，拓宽公共文化传播渠道，为新时代宣传文化工作提供一张自主可靠的移动网络，形成“终端随人

走、信息围人转”的信息传播新态势。5G 时代下，广电网络将加速转型升级为虚拟化、云化和智能化的网络平台。

2. 视频行业：5G 网络为超高清视频发展带来机遇，5G+8K 带来新内容革命

4G 带宽能力难以满足超高清视频需求，超高清视频发展需要 5G 支持。根据思科数据，2021 年，全球移动数据业务量将达到 49EB，是 2016 年的 7 倍，2018 年的 3 倍，其中，视频业务是数据增长的动力来源，流量的快速增长使得 4G 体验速率下滑，同时受限于 4G 带宽能力不足，4K/8K 的视频无法实现，超高清视频的发展需要 5G 支持。5G 的速度将达到 4G 的 100 倍（1Gbps），峰值速率达到 20Gbps，意味着用户下载 8GB 的 HD 电影只需要 6 秒，而 3G 网络下需要 70 分钟，4G 网络需要 7 分钟。因此，5G 网络可以保证 8K 视频流无卡顿的传输和播放，并且 5G 网络切片功能还可以为 8K 视频提供虚拟的专用通道，进一步保障业务质量。届时 4G 时代下的视频行业将被重构，5G 下的视频行业具有“编解码更高清，内容处理更智能，传输更高效，呈现更真实”的特点，无所不在的高清音视频必将获得更多潜在用户，同时催生出更多 5G 音视频新业务，例如 VR/AR 直播、全景直播、家庭巨幕影院等，在多个领域中构建 5G 大视频产业的新格局。

图 31：现有 4G 网络宽带难以支持 4K/8K 高清视频



资料来源：华为，中国银河证券研究院整理

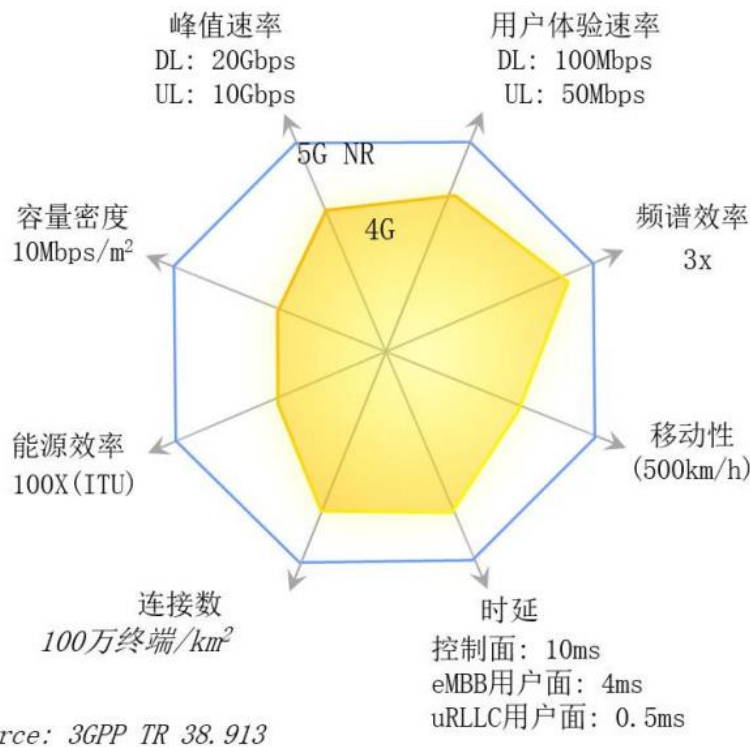
图 32：5G 将重构视频产业



资料来源：中国移动《中国 5G 产业发展与投资报告》，中国银河证券研究院整理

5G 网络为超高清视频技术发展带来全新机遇。5G 网络以增强移动宽带(eMBB)、大规模物联网(mMTC)及高可靠低延时(uRLLC)三大应用场景为核心, 提供大带宽、大连接、低时延的网络能力, 同时结合 MEC、网络切片等特性, 为 8K、VR 等超高清视频技术发展带来全新机遇。按照 8K 视频直播或者点播带宽 200M 要求, 4G 网络的传输速率峰值仅能达到 100Mbps, 已无法满足 8K 视频传输带宽需求, 5G 网络可提供数十 Gbps 的峰值速率, 单用户体验速率达 0.1-1Gbps。eMBB (增强移动宽带) 作为 3GPP (国际标准化组织第三代合作伙伴计划) 定义的 5G 技术三大场景之一, 为超高清视频等大流量业务提供了技术基础。

图 33: 5G 技术关键性能



资料来源: 《5G+8K 技术白皮书》, 中国银河证券研究院整理

图 34: 基于 5G 网络的 8K 视频播放组网图



资料来源: 《5G+8K 技术白皮书》, 中国银河证券研究院整理

5G+8K 的文娱消费应用领域丰富而创新。5G+8K 应用场景不仅局限于平面大屏, 也涵盖

VR 等应用场景，从用户群体角度看，5G+8K 应用场景则涵盖更多，包含直播、点播、游戏等。其中，5G 在文娱消费领域主要应用于 8K 直播或点播、VR 游戏、家庭巨幕影院、VR 直播等。

表 6: 5G+8K 应用场景

5G+8K 应用场景	平面 8K	VR 8K
家庭/个人	8K 直播、8K 点播等	VR 游戏、巨幕影院、VR 购物、VR 社交等
行业领域	8K 视频监控、8K 远程医疗、8K 视频会议等	VR 教育、VR 直播、VR 旅游、VR 医疗、VR 工程、VR 房产等

资料来源：《5G+8K 技术白皮书》，中国银河证券研究院

8K 直播/点播：是指基于 5G 网络，通过 8KR/VR 技术应用，对比赛、演唱会、重大活动等大型活动场景进行直播，或后期制作成点播节目推送给家庭/个人用户，带给用户沉浸式的临场感，未来阶段，将为用户带来更好的视听觉和交互体验。

VR 游戏：是指利用 VR 技术让玩家走进虚拟的游戏世界，拥有沉浸的视听感受，并通过身体的运动来进行游戏。云 VR 游戏是 VR 的典型应用，交互性强，沉浸感强，是最能吸引用户的业务之一。

家庭巨幕影院：是指在室内借助 VR 头显，可满足现代人们对于看电影的需求，如私人巨幕、跃然眼前的 3D 影像，1080P 到 4K、8K 的清晰度，800 至 1000 英寸巨幕，屏幕大小自由调节等。

VR 直播：超高清视频除了显著提高临场感，与 5G、VR/AR 结合能带来更真实逼真的体验，在体育赛事、演唱会等展现出更多普通分辨率捕捉不到的细节，抓住每个精彩瞬间，有效提升视频内容制播效率。

图 35: 5G+8K 在文娱消费领域应用场景



资料来源：百度，中国银河证券研究院整理

3. 游戏行业：网速提升将促进云游戏和 VR/AR 游戏推广与发展

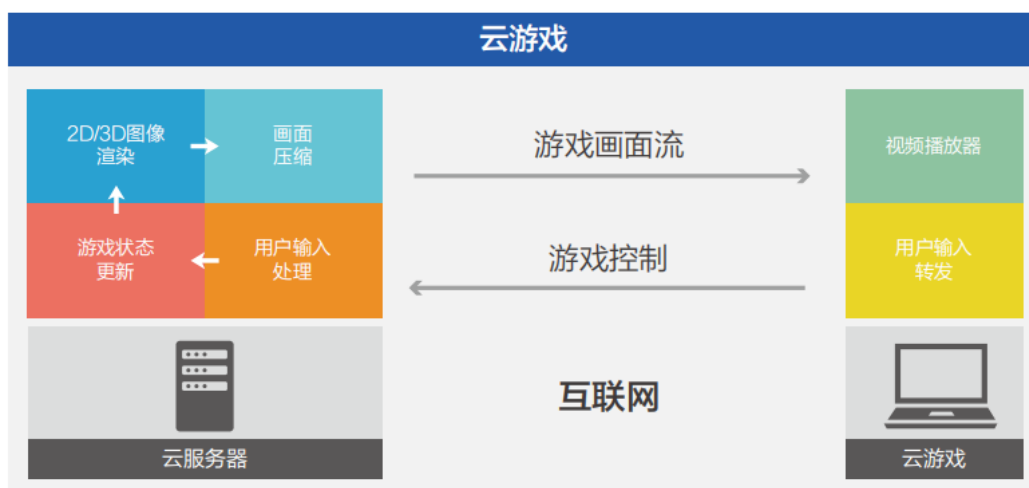
3.1 云游戏

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。在客户端，用户的游戏设备不需要任何高端处理器和显卡，只需要基本的视频解压能力就可以了。云计算(cloud computing)，是一种基于互联网的计算机方式，通过这种方式，共享的软硬件资源和信息可以按需提供给计算机和其他设备。提供资源的网络被称为“云”。云端游戏对终端用户设备的要求较低，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 高速率、低时延和泛连接能力对移动互联网及其应用产生深刻变革。5G 逐步将移动互联网应用的存储、运算和处理功能推向云端，随即助推云游戏、云 VR、云机器人、行业无人机等新型业态涌现。在此趋势下，云游戏的应用终端向轻量化、小型化和低成本发展，进而促进云游戏的迅速推广和发展。

根据华为的《5G 时代十大应用场景白皮书》，5G 的首要商业用例之一是固定无线接入(或称作 WTTx)——使用移动网络技术而不是固定线路提供家庭互联网接入。云游戏平台需要 5G WTTx 的支持。目前的云游戏平台通常不会提供高于 720p 的图像质量，因为大部分家庭网络还不够先进，而广大用户是其商业生存之本，只有以最低成本吸引大量用户才是初期的主要商业模式。5G 将以 90 fps 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，对于要求极低延迟的应用场景，端到端延迟可以降低到 1 毫秒。此外，云游戏在高峰使用时间内也必须保证可靠的连接，5G 可以应对网络容量的这一重大挑战。通过 WTTx，运营商可以提供智慧家庭增值服务平台，据华为《5G 时代十大应用场景白皮书》预测，到 2020 年，3.5 亿户家庭有可能购买 WTTx 服务。

图 36：云游戏处理过程



资料来源：《华为-5G 时代十大应用场景白皮书》，中国银河证券研究院整理

3.2 VR/AR 游戏

VR，虚拟现实技术：是指利用电脑或其他智能计算设备模拟产生一个三度空间的虚拟世界，

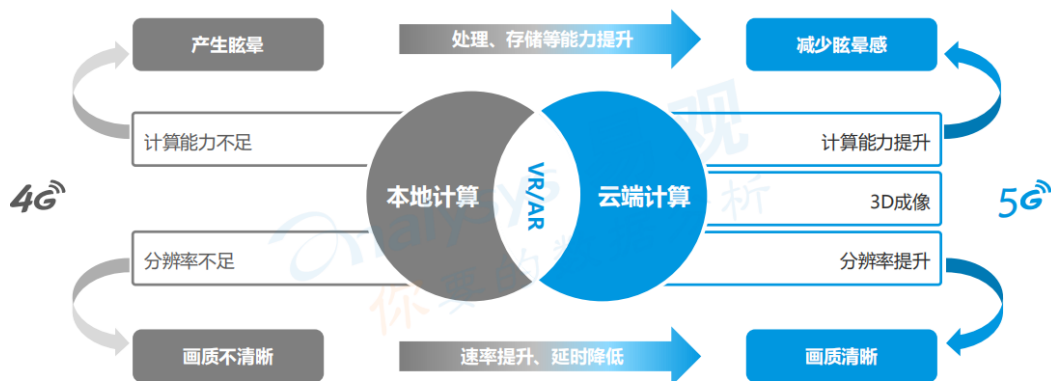
提供用户关于视觉、听觉、触觉等感官的模拟感受。VR 行业覆盖了硬件、系统、平台、开发工具、应用以及消费内容等诸多方面。

AR, 增强现实技术:是指一种实时地计算摄影机影像的位置及角度并加上相应图像、视频、3D 模型的技术, 这种技术的目标是在屏幕上把虚拟世界套在现实世界并进行互动。这种技术 1990 年提出。随着随身电子产品 CPU 运算能力的提升, 预期增强现实的用途将会越来越广。

目前, VR/AR 产业正处于初期增长阶段, 我国各地方政府积极出台专项政策, 各地产业发展各具特色。现阶段我国 VR/AR 产业生态初步形成, 产业链主要涉及内容应用、终端器件、网络通信/平台和内容生产系统等细分领域。

根据易观《中国 5G 应用市场数字化专题》咨询报告, 2015 年 VR 和 AR 技术在游戏视频场景迎来大规模增长, 资本热度、创业热情爆发, 但由于终端设备计算能力不足、分辨率不足以及视场角不足导致用户容易产生眩晕、画质不清晰以及沉浸感不足等痛点, 整体行业热度随之降低。5G 时代来临后, VR/AR 有了足够的网络支撑, 眩晕感、沉浸感不足、画面不清晰等问题将慢慢得到解决, VR/AR 技术借力 5G 网络有望加速落地。

图 37: 5G 有效提升 VR/AR 终端设备, 促进 VR/AR 游戏加速发展



资料来源: 易观《中国 5G 应用市场数字化专题》, 中国银河证券研究院整理

案例 1: 从腾讯 AR 探索手游《一起来捉妖》看 VR/AR 游戏市场情况

《一起来捉妖》作为腾讯首款 AR 探索手游, 4 月 11 日开启不删档测试至今, 上线刚满 7 周。玩家在游戏中化身封妖师, 在现实世界里抓捕各种妖精。游戏以找妖、捉妖、养妖的核心玩法为玩家提供养成式体验。游戏的 AR 特效十分精细, 妖精的身体边缘和现实无缝对接。依托于陀螺仪结合 ARKit 技术, 《一起来捉妖》将游戏与真实世界打通, 玩家在体验虚拟妖精和实景同框的无违和交互。

图 38：腾讯 2019 年 4 月 11 日推出的 AR 探索手游《一起来捉妖》



资料来源：微信公众号，中国银河证券研究院整理

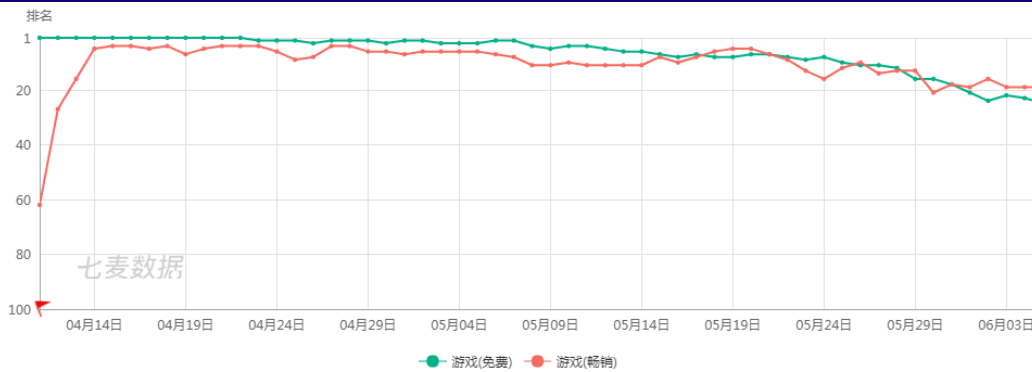
根据伽马数据发布《2019 年 4 月移动游戏报告》，伽马数据测算榜 TOP10 中，4 月正式上线（公测）的 AR 探索游戏《一起来捉妖》4 月份的流水超 3 亿元，成为前十游戏中唯一的新面孔。伽马数据下载测算榜 TOP10 中，《一起来捉妖》居首，并推动其进入月度收入排行前 10。4 月正式上线的 AR 探索游戏《一起来捉妖》，借对国内用户来说相对新颖的 AR 玩法体验，上线 5 个小时，登顶 App Store 免费榜，且上线以来一直位居 iOS 游戏免费榜和畅销榜高位。根据 sensor tower 提供的数据，《一起来捉妖》上线头两周 App Store 收入超过 1100 万美元，下载量达 460 万次。作为腾讯首款 AR 游戏，取得这种成绩，不得不承认《一起来捉妖》是国内首个成功成为现象级的 AR 手游。《一起来捉妖》的火热展现了中国玩家对 AR 游戏类型的喜爱，这使得市场再次掀起对 AR 游戏的关注。由于研发技术、设计经验以及商业目的等方面的限制，国内的 AR 手游市场一直没有比较出彩的表现。随着 5G 网络对 AR 技术的促进，AR 游戏有望加速发展。作为国内的首款现象级 AR 游戏，《一起来捉妖》的成功和经验再一定程度上为之后的 AR 游戏作品带了好头。相信随着 5G 商用元年的到来，AR 游戏在不久的将来会有更抢眼的表现。

图 39：《一起来捉妖》成 4 月收入测算榜 TOP10 唯一新游，居下载榜 TOP10 首位

伽马数据游戏收入测算榜TOP10				伽马数据移动游戏下载测算榜TOP10		
排名	游戏名称	游戏类型	较三月排名变化	排名	游戏名称	游戏类型
1	王者荣耀	MOBA类	-	1	一起来捉妖	AR探索
2	完美世界	MMORPG	-	2	消灭病毒	射击类
3	梦幻西游	回合制RPG类	-	3	全民漂移	竞速类
4	一起来捉妖	AR探索	new	4	和平精英	射击类
5	率土之滨	策略类	+2	5	我飞刀玩得贼6	休闲益智
6	QQ飞车	竞速类	-2	6	王者荣耀	MOBA类
7	大话西游	回合制RPG类	-1	7	猫干杯	休闲益智
8	开心消消乐	消除类	+6	8	Paint.ly:秘密花园数字填色游戏	休闲益智
9	阴阳师	回合制RPG类	-1	9	工厂大亨	模拟经营类
10	红警OL	策略类	+2	10	土耳其方块	消除类

资料来源：伽马数据，中国银河证券研究院

图 40: 《一起来捉妖》上线以来 iOS 游戏免费榜和畅销榜排名趋势



资料来源: 七麦数据, 中国银河证券研究院整理

四、投资建议

传媒行业一方面迎来了政策的边际改善, 另一方面在 2018 年底大部分商誉问题得到了集中释放, 且整个板块估值处于历史绝对低位, 因此, 有望迎来业绩改善带来的修复性行情。具体配置建议如下:

5G: 随着技术升级和网络整合的推进, 广电系公司将迎来业绩与估值的持续改善, 建议关注歌华有线 (600037.SH)、华数传媒 (000156.SZ)、东方明珠 (600637.SH)、贵广网络 (600996.SH) 等相关标的。

影视板块: 政策趋严板块收入增速承压, 项目放缓行业不确定性增强, 但建议关注内容储备丰富和内容质量较高的影视龙头公司光线传媒 (300251.SZ)、华谊兄弟 (300027.SZ)、北京文化 (000802.SZ) 及全产业链布局的中国电影 (600977.SH)、万达电影 (002739.SZ)。

游戏板块: 版号审批全面恢复, 移动游戏及海外市场带动游戏市场规模增速提升。建议关注自主研发能力较强, 布局海外业务, 对把握游戏内容经验丰富的游戏大厂。建议关注渠道龙头顺网科技 (300113.SZ)、全产业链厂商腾讯控股 (0700.HK) 以及自主研发能力较强、对游戏内容把握经验丰富的游戏大厂完美世界 (002624.SZ)、三七互娱 (002555.SZ)、网易 (NTES.O) 等。

出版板块: 行业经营壁垒较高, 细分品类的刚性需求属性不会变化。同时行业具备商誉较低和流动性较好的特点, 因此在当前市场环境下具备防御优势。建议关注现金流较为充裕且业绩具备弹性的中文传媒 (600373.SH)、新经典 (603096.SH)。

五、风险提示

行业政策趋严风险, 作品收入不及预期风险, 行业竞争加剧风险等。

六、附录

(一) 传媒各子行业历年政策变化

表 7：影视行业产业支持政策

时间	政策文件	政策
2013 年 8 月 1 日	财政部、国家税务总局发布《财政部 国家税务总局关于在全国开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点税收政策的通知》（财税[2013]37 号）	营改增后，广播影视业将采用 6% 的低档税率。演员范围、以明星演员为议价标准。
2018 年 10 月 2 日	国务院税务总局发布《关于进一步规范影视行业税收秩序有关工作的通知》（税总发[2018]153 号）	从 2018 年 10 月 10 日起到 2019 年 7 月底前结束，各地区的影视制作公司、经纪公司、演艺公司、明星工作室等企业及影视行业高收入从业人员，对 2016 年以来的申报纳税情况进行自查自纠，自觉补缴或有的通过“拆分合同”等手段逃避的税款；对影视明星工作室个人所得税的适用税制从定额定期征收改为查账征收。
2018 年 12 月 25 日	国务院办公厅发布《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》（国办发〔2018〕124 号）	经营性文化事业单位转制为企业后，五年内免征企业所得税；由财政部门拨付事业经费的经营性文化事业单位转制为企业，对其自用房产五年内免征房产税；对电影制片企业销售电影拷贝（含数字拷贝）、转让版权取得的收入，电影发行企业取得的电影发行收入，免征增值税。
2018 年 12 月 11 日	国家电影局日前下发《关于加快电影院建设 促进电影市场繁荣发展的意见》	鼓励跨地区、跨所有制院线整合；通过国家电影事业发展专项资金资助中西部地区县城（县级市）新建或改扩建影院及乡镇影院；到 2020 年，全国城市电影院线的银幕总数达到 8 万块以上。
2019 年 2 月 15 日	北京市委、市政府印发《关于推动北京影视业繁荣发展的实施意见》	从金融支持、“文化+科技”、IP 软环境优化、影视园区建设、国际传播等 10 个方面提出重点工作方向，推动影视业和文化产业高质量发展。
2019 年 3 月 1 日	工信部、国家广播电视总局、中央广播电视总台印发《超高清视频产业发展行动计划（2019-2022 年）》	持续推进 4K 超高清电视内容建设，创新内容生产，丰富超高清电视节目有效供给。推动超高清视频在游戏、动漫、电影等领域的应用，支持超高清游戏制作工具、电影拍摄和放映设备、超高清画屏等产品的研发量产。
2019 年 3 月 1 日	财政部发布《关于继续实施支持文化企业发展增值税政策的通知》	2019 年 1 月 1 日至 2023 年 12 月 31 日，对电影主管部门（包括中央、省、地市及县级）按照各自职能权限批准从事电影制片、发行、放映的电影集团公司（含成员企业）、电影制片厂及其他电影企业取得的销售电影拷贝（含数字拷贝）收入、转让电影版权（包括转让和许可使用）收入、电影发行收入以及在农村取得的电影放映收入，免征增值税。

资料来源：中国银河证券研究院整理

表 8：影视行业从业人员薪酬及税务政策

时间	政策文件	政策
2016 年 9 月	国家新闻出版广电总局办公厅发布《国家新闻出版广电总局办公厅关于进一步加强电视剧购播工作管理的通知》	各级电视播出机构在电视剧购播过程中不得指定演员、划定明星演员范围、以明星演员为议价标准。
2017 年 9 月 8 日	国家新闻出版广电总局、发展改革委、财政部、商务部、人力资源和社会保障部等五部委下发《关于支持电视剧繁荣发展若干政策的通知》	要建立和完善科学合理的电视剧投入、分配机制，严禁播出机构以明星为唯一议价标准，综艺节目、网络剧参照电视剧的规定执行。
2017 年 9 月 22 日	中国广播电影电视社会组织联合会电视制片委员会、中国广播电影电视社会组织联合会演员委员会、	各会员单位及影视制作机构要把演员片酬比例限定在合理的制作成本范围内，全部演员的总片酬不超过制作总成本的 40%，其中，主要演员不超过总片酬的 70%，其他演员不低于总片酬的 30%

	中国电视剧制作产业协会、中国网络视听节目服务协会联合发布《关于电视剧网络剧制作成本配置比例的意见》	
2018年6月	中央宣传部、文化和旅游部、国家税务总局、国家广播电视总局、国家电影局等联合印发《通知》	除“40%、70%”之外，规定影视制作机构、电影院线、互联网视听网站、民营影视发行放映公司，不得恶性竞争、哄抬价格购买播出影视节目，坚决纠正高价邀请明星、竞逐明星的不良现象；明确政府资金、免税的公益基金等不得参与投资娱乐性、商业性强的影视剧和网络视听节目、助长过高片酬。
2018年10月2日	国务院税务总局发布《关于进一步规范影视行业税收秩序有关工作的通知》（税总发[2018]153号）	要求从2018年10月10日起到2019年7月底前结束，各地区的影视制作公司、经纪公司、演艺公司、明星工作室等企业及影视行业高收入从业人员，对2016年以来的申报纳税情况进行自查自纠，自觉补缴或有的通过“拆分合同”等手段逃避的税款；对影视明星工作室个人所得税的适用税制从定额定期征收改为查账征收

资料来源：中国银河证券研究院整理

表 9：游戏行业政策

时间	政策文件	政策
2016年2月	新闻出版广电总局、工信部发布《网络出版服务管理规定》	规定从事网络出版服务，必须依法经过出版行政主管部门批准，取得《网络出版服务许可证》。网络游戏上网出版前，必须向所在地省、自治区、直辖市出版行政主管部门提出申请，经审核同意后，报国家新闻出版广电总局审批。
2016年5月	新闻出版广电总局《关于移动游戏出版服务管理的通知》（新广出办发【2016】44号）	进一步明确移动游戏出版需经国家新闻出版广电总局前置审批，才能上线运营；对已经批准出版的移动游戏的升级作品及新资料片，视为新作品，需重新审批。
2016年6月	新闻出版广电总局发布《关于移动游戏出版服务管理的通知》	“未经总局批准的移动游戏，不得上网出版运营”，此前已经上网出版运营的手游“要求于2016年10月1日前到属地省级出版行政主管部门补办相关审批手续”，对未按要求经过审批及上网出版运营的手游，“一经发现，相关出版行政执法部门将按非法出版物查处”。
2018年3月	新闻出版广电总局被撤销，版号申报彻底暂停	因为新闻出版总署的调整，自2018年3月起，游戏版号申办业务直接停办。相关部门更是提出新的监控内容，理由是为加强新时代儿童青少年近视防控工作
2018年8月	教育部会同国家卫生健康委员会等八部门制定《综合防控儿童青少年近视实施方案》	方案中提到“国家新闻出版总署将对网络游戏行业实施总量调控，控制新增网络游戏上网运营数量，探索符合国情的适龄提示制度，采取措施限制未成年人使用时间。”
2018年12月21日	“2018年中国游戏产业年会”大会	中宣部出版局副局长冯士新在表示首批部分游戏已经完成审核，正在抓紧核发版号；同时，机构改革落地，新的审核部门为下属中宣部出版局的网络出版处。
2019年2月14日	北京市宣布将出台《游戏内容审核流程规范》	简化游戏审批流程，明确游戏内容审核标准和方向，提高审核流程的透明化和规范化。

资料来源：中国银河证券研究院整理

表 10：出版行业政策

时间	政策文件	政策
2009年1月	国家新闻出版广电总局实施《书号实名申领管理办法（试行）》	书号实名网上申领制确立，出版单位书号在实际上突破了历年的分配定额限制
2017年9月	国家新闻出版广电总局发布《新闻出版广播影视“十三五”发展规划》	文件指出，要推进新闻出版产业供给侧结构性改革，据此，2018年初开始，书号审批总量实际收缩。
2018年3月	中共中央印发《深化党和国家机构改革方案》	新闻出版工作划归中共中央宣传部，中央及地方出版管理体制深化改革基本完成，出版管理实际趋严。
2018年6月	财政部税务总局下发《关于延续宣传文化增值税优惠政策的通知》	出版行业纳税优惠政策延续至2020年12月31日，维持2013年政策意志，图书批发、零售环节免征增值税。

资料来源：中国银河证券研究院整理

表 11: 营销行业政策

时间	政策文件	政策
2009 年 7 月	国务院常务会议审议通过《文化产业振兴规划》	国家首次将文化创意、广告等文化产业列为国家战略性新兴产业。
2016 年 7 月	工商总局制定《广告产业发展“十三五”规划》	政府规划提出要打造具有国际化服务能力的大型广告企业集团。
2018 年 12 月	工商总局颁布全新《广告发布登记管理规定》	新规定取消了广告经营行政许可，简化了行政审批程序，有利于传统广告媒体与互联网广告共享广告业发展新成果。

资料来源：中国银河证券研究院整理

(二) 国际比较

表 12: 国际传媒龙头业绩增速与估值

交易代码	公司名称	净利润(百万元)		收入(百万元)		市盈率 TTM	当前市值
		2018	Y17	2018	Y17		
CMCSA.O	康卡斯特	80,512.20	-45.75%	648,620.44	17.44%	16.16	13,495.21
DIS.N	迪士尼	86,664.16	45.41%	408,858.37	11.73%	19.09	17,662.51
CHTR.O	特许通讯	8,441.74	-86.94%	299,468.87	10.22%	67.96	6,133.89
TWX.N	时代华纳	0.00	-100.00%	0.00	-100.00%	0.00	4,942.32
FOX.O	21 世纪福克斯	14,470.50	0.00%	67,178.34	0.00%	13.99	1,548.25
CBS.N	哥伦比亚广播	13,451.87	476.66%	99,612.48	11.34%	6.41	1,333.69
TRLN	汤森路透	27,102.78	197.34%	37,754.46	-49.02%	7.57	2,288.06
SIRLO	SIRIUS XM HOLDINGS	8,070.39	90.63%	39,605.41	11.73%	25.83	1,859.51
LBTYA.O	自由全球	4,977.88	-127.42%	82,069.46	-16.54%	10.61	1,397.44
WPP.N	WPP	9,221.93	-42.18%	135,369.54	1.01%	12.46	1,149.11
BATRA.O	LIBERTY MEDIA BRAVES	3,644.36	-58.81%	55,180.13	11.20%	68.86	1,143.83
FWONA.O	LIBERTY MEDIA FORMULA	3,644.36	-58.81%	55,180.13	11.20%	88.33	1,467.28
LSXMA.O	LIBERTY MEDIA SIRIUSXM	3,644.36	-58.81%	55,180.13	11.20%	96.51	1,603.19
RELX.N	RELX	12,337.56	-15.29%	65,002.09	0.67%	27.03	3,335.22
DISH.O	DISH NETWORK	10,810.16	-21.17%	93,485.72	-0.59%	12.01	1,275.26
OMC.N	宏盟集团	9,103.35	28.00%	104,939.70	5.15%	14.08	1,281.07
LBRDA.O	LIBERTY BROADBAND CL A	480.10	-96.39%	152.75	78.56%	268.52	1,303.50
VIA.O	维亚康姆	11,825.34	-4.92%	89,037.49	1.15%	8.89	984.67
SNLO	斯克里普斯网络互动	0.00	-100.00%	0.00	-100.00%	0.00	742.52
LYV.N	LIVE NATION ENTERTAINMENT	413.50	-1152.08%	74,038.83	9.61%	352.12	1,008.12
SJR.N	肖氏通信	315.58	-96.45%	27,555.57	-46.04%	225.58	716.00
DISCA.O	探索传播	4,076.74	-285.14%	72,427.35	61.27%	16.45	1,113.33

NWS.O	新闻集团	-10,017.53	100.37%	59,708.20	8.29%	-49.00	558.30
IPG.N	埃培智	4,247.63	12.27%	66,671.87	29.45%	14.34	615.28
ATVI.O	动视暴雪	12,442.98	597.54%	51,474.00	12.26%	21.18	2,558.48
EA.O	艺电	6,861.44	4.62%	33,330.83	2.92%	28.62	2,001.84
TTWO.O	TAKE-TWO 互动软件	2,247.89	106.00%	17,967.63	59.37%	39.80	912.07
	均值	12184.86	-25.60%	101,477	1.99%	52.35	2,756.67
	中位数	6861.44	-21.17%	65,002	9.61%	16.45	1,333.69
	最大值	86664.16	597.54%	648,620	78.56%	352.12	17,662.51
	最小值	-10,017.53	-11.52	0.00	-100.00%	-49.00	558.30

资料来源: Wind, Bloomberg, 中国银河证券研究院

表 13: 港股及中概股龙头业绩增速与估值

代码	公司名称	净利润(百万元)		收入(百万元)		市盈率 TTM	当前市值
		2018	Y17	2018	Y17		
NTES.O	网易	6,152.41	-42.54%	67,156.45	24.13%	29.40	2,332.56
SINA.O	新浪	861.76	-15.77%	14,469.87	39.81%	23.22	207.10
YY.O	欢聚时代	1,641.96	-34.14%	15,763.56	35.95%	8.73	383.03
SOHU.O	搜狐	-1,098.67	-69.68%	12,923.60	6.28%	-4.41	37.40
IQ.O	爱奇艺	-9,408.77	-1067.06%	24,989.12	43.79%	-9.64	1,035.51
BILLO	哔哩哔哩	-616.33	7.83%	4,128.93	67.27%	-51.16	355.79
HUYA.N	虎牙	-2,506.31	2386.17%	4,663.44	113.45%	-18.33	363.71
	均值	-710.57	-203.56%	20,585.00	47.24%	-3.17	673.59
	中位数	-616.33	-34.14%	14,469.87	39.81%	-4.41	363.71
	最大值	6,152.41	2386.17%	67,156.45	113.45%	29.40	2,332.56
	最小值	-9,408.77	-1067.06%	4,128.93	6.28%	-51.16	37.40

资料来源: Wind, Bloomberg, 中国银河证券研究院

代码	公司名称	净利润(百万元)		收入(百万元)		市盈率 TTM	当前市值
		2018	Y17	2018	Y17		
0708.HK	恒大健康	-1,429.38	-564.46%	3,133.03	135.59%	-53.92	774.30
1060.HK	阿里影业	-253.57	-73.32%	3,036.07	27.92%	-151.34	393.83
0811.HK	新华文轩	932.18	0.90%	8,149.60	11.51%	6.00	59.74
2383.HK	TOM 集团	-138.99	-31.37%	832.27	1.07%	-39.18	54.71
1970.HK	IMAX		2.76%			19.99	58.94
	CHINA	293.50		806.56	-2.40%		
8032.HK	非凡中国	67.45	-173.58%	994.12	94.18%	5.08	38.63
2008.HK	凤凰卫视	213.61	-10.73%	3,564.39	7.75%	14.13	30.33
0863.HK	欢喜传媒	-161.23	172.28%	145.06	-10.49%	-7.94	12.86
0547.HK	数字王国	-453.90	3.45%	529.22	-10.65%	-7.92	36.12
0752.HK	PICO FAR		0.60%			12.58	29.53
	EAST	241.02		4,171.00	21.44%		
3636.HK	保利文化	241.99	-5.53%	3,722.16	6.46%	7.39	17.35

0772.HK	阅文集团	910.64	63.75%	5,038.25	23.03%	38.36	350.96
	均值	38.61	-51.27%	2,843.48	25.45%	-13.06	154.78
	中位数	140.53	-2.47%	3,084.55	9.63%	5.54	46.67
	最大值	932.18	172.28%	8,149.60	135.59%	38.36	774.30
	最小值	-1,429.38	-564.46%	145.06	-10.65%	-151.34	12.86

资料来源: Wind, Bloomberg, 中国银河证券研究院

表 14: 国内传媒白马股及重点跟踪公司业绩增速与估值

代码	公司名称	净利润(百万元)	同比增速	收入(百万元)	同比增速	市盈率 TTM	当前市值
		2018	Y17	2018	Y17	2019/7/3	2019/7/3
002739.SZ	万达电影	1,292.4939	-14.72%	14,088.1337	6.49%	32.93	388.67
300251.SZ	光线传媒	1,366.1189	66.35%	1,491.5325	-19.09%	-38.35	202.42
600977.SH	中国电影	1,621.7736	42.75%	9,037.6961	0.55%	19.86	299.84
600715.SH	文投控股	-696.5790	-258.00%	2,085.8667	-8.41%	-9.11	70.30
300027.SZ	华谊兄弟	-908.9173	-192.08%	3,890.8377	-1.40%	-9.49	137.23
300133.SZ	华策影视	250.0641	-60.68%	5,797.2086	10.52%	54.87	115.87
002143.SZ	印纪传媒	-1,808.8879	-337.70%	362.2567	-83.44%	-1.23	23.72
002292.SZ	奥飞娱乐	-1,691.7003	-2567.67%	2,839.7901	-22.04%	-5.43	87.81
603103.SH	横店影视	320.6870	-2.98%	2,724.4878	8.22%	34.64	100.77
002343.SZ	慈文传媒	-1,100.2664	-367.26%	1,435.0305	-13.84%	-3.17	37.28
601098.SH	中南传媒	1,370.9661	-15.01%	9,575.5762	-7.57%	17.92	228.09
600373.SH	中文传媒	1,626.2525	12.00%	11,512.6740	-13.48%	10.55	175.69
601019.SH	山东出版	1,475.7416	8.59%	9,350.8168	5.05%	10.90	162.99
601801.SH	皖新传媒	1,105.8151	-2.50%	9,831.9555	12.89%	16.74	119.95
600633.SH	浙数文化	572.6713	-66.91%	1,909.9167	17.42%	19.23	123.16
603533.SH	掌阅科技	136.1259	9.97%	1,903.1507	14.17%	47.02	63.28
603888.SH	新华网	282.8656	0.05%	1,569.3157	4.45%	35.81	106.92
601949.SH	中国出版	618.6954	17.72%	5,331.4100	13.52%	16.71	119.56
600637.SH	东方明珠	2,205.1662	-8.02%	13,633.6776	-16.16%	17.08	365.59
600959.SH	江苏有线	801.4611	-27.36%	7,884.9772	-2.60%	38.61	220.53
601928.SH	凤凰传媒	1,389.4824	14.78%	11,788.7032	6.68%	14.97	206.65
600037.SH	歌华有线	694.2166	-8.81%	2,725.2473	1.00%	18.56	143.21
002027.SZ	分众传媒	5,792.2272	-3.03%	14,551.2851	21.12%	15.96	791.14
300058.SZ	蓝色光标	412.3202	66.28%	23,103.9685	51.69%	24.20	110.57
002131.SZ	利欧股份	-1,851.9482	-524.76%	12,250.0386	15.87%	-6.89	126.44
002400.SZ	省广股份	252.6126	-349.13%	12,114.7511	7.26%	31.02	52.65
002558.SZ	巨人网络	1,161.0282	-15.29%	3,779.5468	30.03%	36.49	369.04
002555.SZ	三七互娱	1,151.4298	-37.30%	7,632.6797	23.33%	27.89	293.60
002624.SZ	完美世界	1,759.3852	20.51%	8,033.7650	1.31%	19.30	353.56
002517.SZ	恺英网络	296.5627	-82.41%	2,283.7572	-27.13%	425.18	68.88
300418.SZ	昆仑万维	1,497.4611	5.55%	3,577.1785	4.10%	12.89	152.98

002174.SZ	游族网络	1,011.3593	52.28%	3,581.2539	10.68%	17.12	164.37
300315.SZ	掌趣科技	-3,095.4483	-1159.25%	1,970.3236	11.43%	-3.09	95.68
300113.SZ	顺网科技	430.7447	-29.89%	1,984.8626	9.31%	39.87	111.36
002354.SZ	天神娱乐	-6,977.9585	-662.59%	2,598.8112	-16.20%	-0.45	33.00
000681.SZ	视觉中国	335.2503	7.26%	987.8375	21.27%	40.75	138.08
	均值	363.87	-179.70%	6,367.23	2.14%	28.33	176.69
	中位数	595.68	-11.76%	3,835.19	5.77%	17.52	131.84
	最大值	5,792.23	66.35%	23,103.97	51.69%	425.18	791.14
	最小值	-6977.96	-2567.67%	362.26	-83.44%	-38.35	23.72

资料来源: Wind, Bloomberg, 中国银河证券研究院

(三) 核心组合

表 15: 核心推荐组合及推荐理由

	证券代码	证券简称	推荐理由	年初至今 涨幅 (%)	市盈率 PE (TTM)	市值 (亿元)
核心 组合	002555.SZ	三七互娱	手游市场地位稳固, 多品类、全球化、泛娱乐战略拓宽市场	47.25	27.89	293.60
	300113.SZ	顺网科技	网吧市场复苏, 游戏收益稳定	26.20	39.87	111.36
	600373.SH	中文传媒	现金流充裕, 传统出版业务稳健	1.92	10.55	175.69
	300251.SZ	光线传媒	布局全产业链, 业绩增长确定性强	-8.53	-38.35	202.42
	002624.SZ	完美世界	新游戏口碑超预期, 2019 年业绩有望持续改善	-2.72	19.30	353.56
	600637.SH	东方明珠	5G 网络受益标的, 预期上海会成为首批试点城市	4.00	17.08	365.59
	600037.SH	歌华有线	5G 网络受益标的, 预期北京会成为首批试点城市	21.85	18.56	143.21

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

插图目录

图 1: 市场各行业板块上半年度涨跌幅	3
图 2: 传媒子行业上半年度涨跌幅	4
图 3: 传媒股估值及溢价分析	4
图 4: 美国传媒子板块 PE 比较	5
图 5: 传媒板块 2013 至今基金持仓占比与申万传媒指数走势对比	6
图 6: 传媒板块 2013 至今重仓股持仓集中度与申万传媒指数走势对比	6
图 7: 传媒板块 2013-2018 年超配比例走势	7
图 8: 2013-2018 影视行业上市公司的营业收入及同比增速	8
图 9: 2012-2019 年全国电影市场半年度度分账票房及增速 (亿元, 剔除服务费)	10
图 10: 2014-2019 年全国电影市场季度观影人次(亿)、场次(万)、平均票价(元)	10
图 11: 电视剧月度播映指数 Top1 变化情况	11
图 12: 网络剧月度播映指数 Top1 变化情况	12
图 13: 综艺节目月度播映指数 Top1 变化情况	12
图 14: 卫视收视率变化情况	13
图 15: 中国游戏市场实际销售收入及增速	14
图 16: 2014-2018 年国产游戏版号总发布数量, 2018 年 12 月版号恢复后第一至十二批国产游戏版号情况	15
图 17: 2016-2018 数字阅读市场规模, 2011-2018 数字阅读市场用户规模及增速	17
图 18: 2013-2018 图书出版及数字阅读行业上市公司的营业收入及同比增速	17
图 19: 2010-2018 新书所占码洋比重, 2014-2018H1 头部图书码洋贡献 (Top1%的品种)	18
图 20: 2016 年 2 月-2019 年 4 月纸张价格、2012-2018H1 中国图书零售市场新书平均定价及增速	18
图 21: 2008-2016 年成年国民图书阅读率及数字化阅读接触率, 2018 年数字阅读 APP 用户覆盖率	19
图 22: 2013-2018 图书零售市场增速	19
图 23: 2018H1 大众图书出版物品类码洋比重	20
图 24: 2014-2021E 中国广告业年营销额、预测额及增速, 2014 年 1 月至今社会融资规模数据	21
图 25: 2013-2018 年中国传统及互联网广告营业额走势	21
图 26: 2010-2018 年五大媒体广告收入规模	22
图 27: 2019-2028 年 5G 营收规模预测	23
图 28: 重点企业泛娱乐布局情况	24
图 29: 5G 发展三大阶段	25
图 30: 5G 政策制定进展	26
图 31: 现有 4G 网络宽带难以支持 4K/8K 高清视频	28
图 32: 5G 将重构视频产业	28
图 33: 5G 技术关键性能	29
图 34: 基于 5G 网络的 8K 视频播放组网图	29
图 35: 5G+8K 在文娱消费领域应用场景	30
图 36: 云游戏处理过程	31
图 37: 5G 有效提升 VR/AR 终端设备, 促进 VR/AR 游戏加速发展	32
图 38: 腾讯 2019 年 4 月 11 日推出的 AR 探索手游《一起来捉妖》	33
图 39: 《一起来捉妖》成 4 月收入测算榜 TOP10 唯一新游, 居下载榜 TOP10 首位	33

图 40: 《一起来捉妖》上线以来 iOS 游戏免费榜和畅销榜排名趋势34

表格目录

表 1: 2019 年 A 股指数行情回顾3

表 2: 传媒各子行业政策环境7

表 3: 2019 年上半年综合票房 TOP10 影片10

表 4: 卫视月度收视率排行榜12

表 5: 2019 年 5 月伽马数据移动游戏收入测算榜 TOP1016

表 6: 5G+8K 应用场景30

表 7: 影视行业产业政策35

表 8: 影视行业从业人员薪酬及税务政策35

表 9: 游戏行业政策36

表 10: 出版行业政策36

表 11: 营销行业政策37

表 12: 国际传媒龙头业绩增速与估值37

表 13: 港股及中概股龙头业绩增速与估值38

表 14: 国内传媒白马股及重点跟踪公司业绩增速与估值39

表 15: 核心推荐组合及推荐理由40

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

杨晓彤，传媒行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层
北京西城区金融大街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
北京地区：耿尤繇 010-66568479 gengyouyou@ChinaStock.com.cn