

传媒互联网行业深度研究报告

# 5G对影视行业重构

推荐 (维持)

## 5G对视频平台的影响：超高清视频及PVOD提升付费率和ARPPU值

**超高清视频：政策指导发展，提升视觉感受，大屏ARPPU价值更高。**2019年3月，工信部、广电总局和中央广播电视总台联合印发《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和相关领域的应用，并提出2022年，我国超高清视频产业总体规模超过4万亿元。超高清视频带来更好的观影体验，大屏端尤其受益。目前OTT已超越有线电视领跑大屏端发展，视频网站的OTT端订阅价格高，可带动ARPPU值提升。大屏端变现方式多样，增长潜力大。目前主流视频网站在大屏产业链中下游广泛布局，大屏端的拓展对提升单用户价值有利。

**PVOD：提升的流媒体观影体验和缩减时间成本或能推动PVOD发展。**PVOD指在视频网站付费点播时下最新的电影，目前仅在好莱坞引起过讨论，但尚无先例。近年来，我国的院线电影下映后在视频平台上线的窗口期不断缩短，但都是正常下映后才上线视频平台。5G将带来超高清视频等创新影音技术提升家庭观影体验，或助推PVOD发展。我们以今年目前的年度票房冠军、收官49.74亿的《哪吒》为例，分情况探讨PVOD的可行性。

## 5G对内容行业的影响：探索适应新技术的新内容，有望诞生黑马

**互动视频：5G前夜的用户教育，带有游戏属性，提升付费率和ARPU值。**互动视频是加入了交互功能的新型视频，具备游戏属性，沉浸感更强，理论上可在时长、付费率、ARPPU值等方面表现胜过普通视频，为5G即将带来的VR影视进行了用户教育。爱奇艺和腾讯视频两大平台相继发布互动视频制作标准，重视这一新兴类型，而互动视频在玩法较为简单的情况下，剧情和选择逻辑是制胜法宝，利好优质内容公司。

**VR影视：5G环境下的交互影视，更有沉浸感，交互性更强。**5G带来的超宽带高速传输能力和低时延，可以解决VR渲染能力不足、互动体验不强、终端移动性差和眩晕等痛点问题，VR影视比目前的互动视频更具沉浸感和交互性。5G时代的VR影视从拍摄、制作到观看，均是对传统方式的重大革新，各环节均有望诞生黑马公司。

**投资建议：5G对影视行业的影响利好视频平台及适应新技术的内容公司，**得益于政策支持下超高清视频的发展，家庭大屏市场将会得到拓展，在大屏各个产业链均有布局的视频平台将在用户付费提升、广告收入增长等多个方面获益；另外，超高清视频带来家庭观影体验的提升，PVOD付费点播模式有实现的可能，这种模式下，视频网站付费用户增加，ARPPU值提升，采购成本降低。建议关注芒果超媒、腾讯控股和爱奇艺。5G时代从拍摄到制作到观看，均是对传统方式的重大革新，各环节均有望诞生黑马公司。传统内容公司也有望在新的技术下焕发新的生命力，像《隐形守护者》通过扎实的剧本获得口碑一样，通过探索适应新技术的新内容，将自己对内容的经验与新技术融合，建议关注光线传媒。

**风险提示：超高清视频、VR影视等推进较慢，5G资费过高。**

### 重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	股价(元)	EPS(元)			PE(倍)			PB	评级
		2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E		
芒果超媒	26.75	0.67	0.86	0.98	22	17	15	4	推荐
腾讯控股	321.6	10.96	12.73	14.76	27	23	20	6	推荐
光线传媒	8.83	0.46	0.47	0.53	19	19	17	3	推荐

资料来源：Wind，华创证券预测 注：股价为2019年11月4日收盘价

### 华创证券研究所

证券分析师：肖丽荣

电话：010-63214676  
邮箱：xiaolirong@hcyjs.com  
执业编号：S0360517080006

证券分析师：潘文韬

电话：021-20572578  
邮箱：panwentao@hcyjs.com  
执业编号：S0360518070003

### 行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	62	1.67
总市值(亿元)	7,200.92	1.16
流通市值(亿元)	5,275.36	1.16

### 相对指数表现

	%	1M	6M	12M
绝对表现		3.29	-0.08	17.49
相对表现		-0.33	-1.08	-2.63



### 相关研究报告

《音乐行业深度研究报告：独家版权吸引用户入驻；直签音乐人控制厂牌溢价》

2018-12-22

《数字阅读行业深度研究报告：免费阅读App是用户争夺还是行业增量？》

2019-10-26

《传媒互联网行业深度研究报告：游戏上云对用户生态的影响》

2019-10-30

# 目 录

<b>一、5G 对视频网站的影响：付费率及 ARPPU 值的双重提升可能</b>	<b>5</b>
(一) 超高清视频：政策指导发展，提升视觉感受，大屏 ARPPU 价值更高	5
1、政策制定超高清视频四年 4 万亿市场规划	5
2、超高清视频带来更好的观影体验，大屏端尤其受益	6
3、大屏订阅价值更高且有多种变现方式，可带动 ARPPU 值提升	8
(二) PVOD：提升的流媒体观影体验或能推动 PVOD 发展	9
1、海外：Netflix 积极推进 PVOD，遭遇院线拒绝，美国制片方多数希望缩短窗口期	10
2、国内：中小成本片和文艺片的窗口期较短，大片窗口期长，电影版权费是片方的重要收入补充	11
3、5G 带来创新影音技术提升家庭观影体验，或助推 PVOD 发展	12
1) SVOD 模式下影院和视频平台上线的“无缝衔接”	12
2) PVOD 直击一二线城市用户观影痛点——时间成本高	14
3) 以《哪吒》为例，分情况探讨 PVOD 的可行性	14
4) PVOD 模式对视频网站的助益	15
5) PVOD 模式目前尚未开展，目前推广这一模式存在较多困难	16
<b>二、5G 对内容行业的影响：探索适应新技术的新内容，有望诞生黑马</b>	<b>17</b>
(一) 互动视频：5G 前夜的用户教育，带有游戏属性，提升付费率和 ARPU 值	17
1、互动视频是 5G 前夜的用户教育	17
2、互动视频具备游戏属性，理论上可在多个方面表现胜过普通视频	18
3、互动视频案例分析：《隐形守护者》	19
4、视频平台的互动视频路径分析	20
(二) VR 影视：5G 环境下的交互影视，更有沉浸感，交互性更强	21
1、VR/AR 推动传媒行业转型升级	21
2、5G 时代的 VR 影视更具沉浸感和交互性	23
3、VR 影视场景落地案例	23
<b>三、投资建议</b>	<b>24</b>
(一) 视频平台：	24
1、芒果超媒（300413.SZ）	25
2、腾讯控股（0700.HK）	25
3、爱奇艺（IQ.O）	25
(二) 内容公司：	25
光线传媒（300251.SZ）	25
<b>四、风险提示</b>	<b>25</b>

# 图表目录

图表 1	超高清视频产业链.....	5
图表 2	5G+超高清融合应用时间表.....	5
图表 3	HD、4K、8K 性能对比.....	6
图表 4	HD、4K、8K 画质对比.....	6
图表 5	15-18 年 IPTV、OTT、有线电视用户数（亿）.....	7
图表 6	16-18 年 IPTV、OTT、有线电视用户增速.....	7
图表 7	2018 年家庭大屏激活数量（万台）.....	7
图表 8	中国广电获 5G 牌照.....	7
图表 9	OTT 产业链.....	8
图表 10	互联网电视集成播控牌照方.....	8
图表 11	主流视频平台会员收费对比.....	9
图表 12	华为智慧屏 AI 健身.....	9
图表 13	OTT 广告市场规模（亿）.....	9
图表 14	国内外视频平台的点播模式.....	10
图表 15	美国 DVD 发行窗口期变化.....	11
图表 16	制片方、流媒体平台、连锁影院三方关系图.....	11
图表 17	国内电影平均窗口期变化.....	11
图表 18	国内近期上映电影的窗口期.....	12
图表 19	部分电影的网络版权费.....	12
图表 20	SVOD（订阅点播）的页面展示.....	13
图表 21	TVOD（付费点播）的页面展示.....	13
图表 22	近期上映影片的窗口期、评分、类型及上线平台时的票房完成度.....	13
图表 23	PVOD 在不同窗口期之下的可行性测算.....	15
图表 24	爱奇艺、腾讯视频和芒果 TV 的会员数（万）.....	16
图表 25	爱奇艺付费会员 ARPPU 值（年化，元）.....	16
图表 26	《流浪地球》被盗版.....	16
图表 27	360° 沉浸式影厅.....	17
图表 28	Cinity 影厅.....	17
图表 29	《黑镜：潘达斯奈基》与《隐形守护者》剧照.....	17
图表 30	《黑镜：潘达斯奈基》的剧情选择及走向.....	18
图表 31	2019H1 移动互联网典型细分行业付费用户占比.....	18
图表 32	视频行业与手游行业 ARPU 值对比（元）.....	19
图表 33	《隐形守护者》各个平台售价.....	20

图表 34	《隐形守护者》游戏截图 .....	20
图表 35	近期主流互动视频对比 .....	21
图表 36	5G 三大使用场景下的具体应用 .....	22
图表 37	VR 产业链 .....	22
图表 38	VR 应用及技术特点 .....	22
图表 39	“头号玩家”的技术解构 .....	23
图表 40	5G 时代的新内容 .....	23
图表 41	2019 年江西省春节联欢晚会报道图片 .....	24
图表 42	VR 电影商业化逐渐落地 .....	24

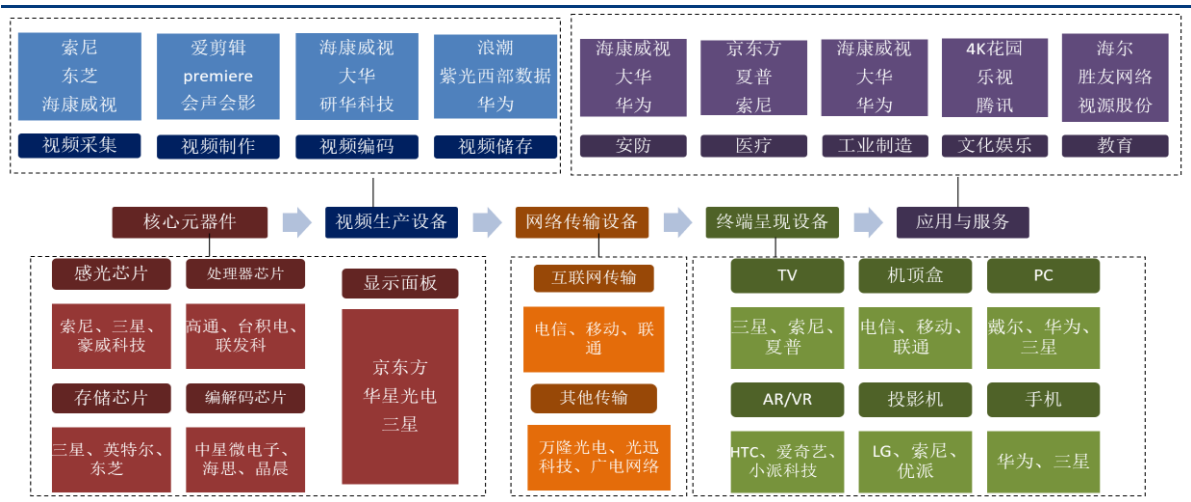
## 一、 5G 对视频网站的影响：付费率及 ARPPU 值的双重提升可能

### (一) 超高清视频：政策指导发展，提升视觉感受，大屏 ARPPU 价值更高

#### 1、 政策制定超高清视频四年 4 万亿市场规划

超高清视频是继视频数字化、高清化之后的新一轮重大技术革新，将带动视频采集、制作、传输、呈现、应用等产业链各环节发生深刻变革。加快发展超高清视频产业，对满足人民日益增长的美好生活需要、驱动以视频为核心的行业智能化转型、促进我国信息产业和文化产业整体实力提升具有重大意义。2019 年 3 月，工信部、广电总局和中央广播电视总台联合印发《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。《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，4K 产业生态体系基本完善，8K 关键技术产品研发和产业化取得突破，形成一批具有国际竞争力的企业。超高清视频内容资源极大丰富，网络承载能力显著提高，制播、传输和监管系统建设协同推进，产业发展支撑体系基本健全，形成技术、产品、服务和应用协调发展的良好格局。

图表 1 超高清视频产业链



资料来源：赛迪顾问《2018 年中国超高清视频产业演进及投资价值白皮书》，华创证券

5G 是第五代移动通信技术的简称，作为 4G 通信技术的延伸，将在全社会数字化转型进程中担负着不可替代的重要使命。5G 时代，“人”与“人”、“人”与“物”和“物”与“物”之间原有的互联互通界线将被打破，所有的“人”和“物”都将存在于一个有机的数字生态系统里，数据或者信息将通过最优化的方式进行传递。从全球视角来看，目前 5G 无论是在技术、标准、产业生态还是网络部署等方面都取得了阶段性的成果，5G 落地的最后一环——应用与服务正逐渐成为业界关注的焦点。作为继数字化、高清化媒体之后的新一代革新技术，超高清视频被业界认为将是 5G 网络最早实现商用的核心场景之一。

图表 2 5G+超高清融合应用时间表



资料来源：赛迪智库《5G 十大应用场景路线图时间表》，华创证券

## 2、超高清视频带来更好的观影体验，大屏端尤其受益

超高清视频的典型特征就是大数据、高速率：8K 视频的分辨率为 7680x4320 像素，是 4K 视频的 4 倍，全高清视频的 16 倍，超高的分辨率使得在 1 米以内观看视频的画质没有颗粒感，使视频的细节更丰富，带来**观影体验的提升**。按照产业主流标准，4K、8K 视频传输速率至少为 12-40Mbps、48-160 Mbps，5G 网络良好的承载力成为解决超高清视频实现商用需求的有效手段。

图表 3 HD、4K、8K 性能对比

	分辨率	比特率(传输速率)	网络流量(1 分钟)
HD	1280*720 及以上	4500Kbps 及以上	33.75Mb 及以上
4K	4096×2160	12-40Mbps	90-300Mb
8K	7680x4320	48-160 Mbps	360-1200Mb

资料来源：华创证券整理

### 1) 与移动端相比，大屏端细节更丰富

在移动视频业务领域，4G 终端设备支持的 1080P 分辨率能提供较好的观影体验，而大屏端在 5G 支持的超高清视频下能提供比移动端更丰富的细节，在大型赛事/活动/事件直播、视频监控、商业性远程现场实时展示等领域有广阔的应用前景，如在足球比赛等更适合大屏观看的内容上，“5G+超高清”的直播，图像更为清晰细腻、画面更为连贯流畅、色彩饱和逼真、压缩损伤大幅降低，辅以三维声（3D 音频）和音响系统的配套，通过 4K/8K 超高清电视等内容接收终端，受众能够获得前所未有的沉浸式的感官体验，与移动端形成较大差异。

图表 4 HD、4K、8K 画质对比

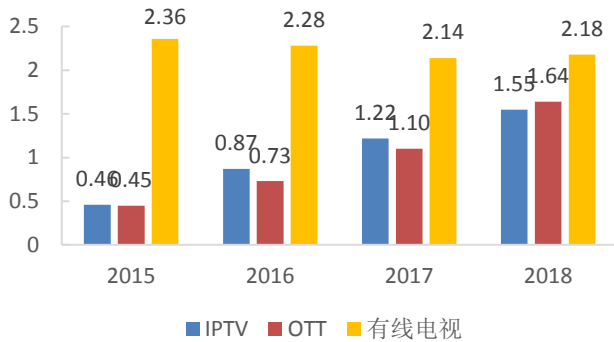


资料来源：HDTVtest 《2018 年电视评论》

### 2) OTT 领跑大屏端发展

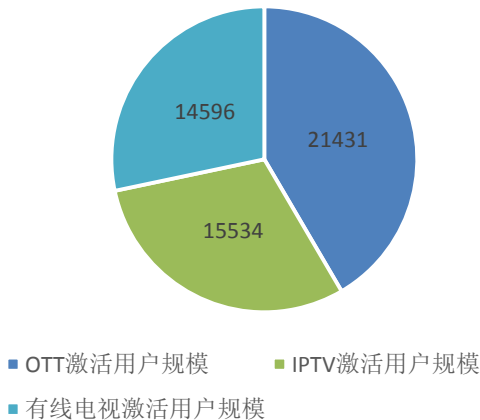
2018 年，OTT 用户同比增长 12.08%，总量达 1.64 亿户，收视份额 36.69%，位居第二。根据奥维云网的数据，算上 OTT 盒子，OTT 激活设备超过 2.14 亿台，而有线电视的激活数仅为 1.46 亿台，家庭大屏三分天下的格局被 OTT 的发展打破。

图表 5 15-18 年 IPTV、OTT、有线电视用户数 (亿)



资料来源: 中国广电网络《中国有线电视行业发展公报》, 华创证券

图表 7 2018 年家庭大屏激活数量 (万台)



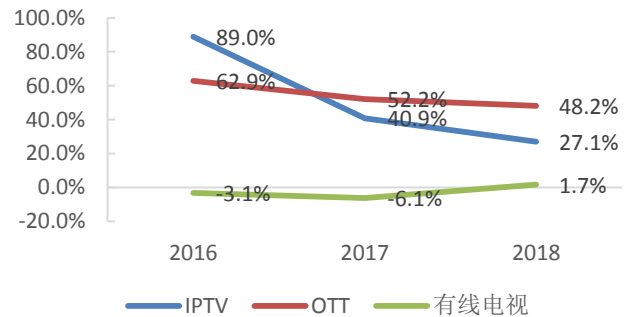
资料来源: 奥维云网, 华创证券

### 3) 视频网站处于 OTT 产业链的上游, 努力向中下游拓展

视频网络处于 OTT 产业链的上游, 并努力向中下游拓展。OTT 产业链的构成是:

- **上游:** 为各种内容及服务的提供方, 包括视频平台、IPTV 运营商、有线电视运营商等;
- **中游:** 为高度集中的集成播控平台, 有牌照准入, 目前只有 7 张牌照, 价值非常高;
- **下游:** 为传播分发的运营商, 即公共互联网运营商, 以及各种硬件制造商, 如华为、海信等。

图表 6 16-18 年 IPTV、OTT、有线电视用户增速



资料来源: 中国广电网络《中国有线电视行业发展公报》, 华创证券

图表 8 中国广电获 5G 牌照



资料来源: 新京报网, 华创证券

图表 9 OTT 产业链



资料来源：华创证券整理

**视频网站在中游平台的拓展：**从最稀缺的 OTT 牌照资源入手，腾讯系入股了未来电视 (iCNTV)、阿里系投资了华数传媒和国广东方 (CIBN)、爱奇艺则持有银河互联 (GITV) 的股权。具体运营来看，爱奇艺与银河互联合作运营银河奇异果、优酷与国广东方合作运营 CIBN 酷喵影视、腾讯则与新媒股份合作运营云视听极光。

**视频网站在下游硬件的拓展：**阿里 2015 年 8 月出资 6.3 亿元入股微鲸、2017 年 2 月以 6.56 亿元入股海尔多媒体；腾讯在 2015 年 8 月同样也入股了微鲸科技、并在 2017 年 6 月和 7 月分别以 3 亿元和 4.5 亿元入股酷开和 TCL 旗下互联网电视品牌雷鸟；而爱奇艺则早在 2016 年 9 月就以 1.5 亿元入股创维旗下的互联网电视品牌酷开。

图表 10 互联网电视集成播控牌照方

序号	持证机构名称	经授权开展互联网电视集成服务经营性业务的公司	投资方	牌照发放时间
1	中国网络电视台	未来电视有限公司	腾讯 (19.9%)	2010 年 6 月
2	上海广播电视台	百事通网络电视技术发展有限责任公司	东方明珠 (100%)	2010 年 7 月
3	浙江电视台和杭州市广播电视台	华数传媒网络有限公司	阿里巴巴 (20%)	2010 年 8 月
4	广东广播电视台	广东南方新媒体股份有限公司	广东广播电视台 (25.6%)、广东南方广播影视传媒集团 (11.24%)	2011 年 3 月
5	湖南广播电视台	湖南快乐阳光互动娱乐传媒有限公司	芒果超媒 (100%)	2011 年 5 月
6	中国国际广播电视台	国广东方网络 (北京) 有限公司	优酷 (10%)、苏宁文化 (10%)	2011 年 6 月
7	中央人民广播电台	银河互联网电视有限公司	江苏广电 (36.36%)、爱奇艺 (13.64%)	2011 年 11 月

授权范围仅限于节目生产购销、广告投放、市场推广、商业合作、收付结算、技术服务等经营性业务、互联网电视集成平台的掌控权应由持证机构直接负责。持证机构的自身主体责任不对外转移，所持特许证也不可对外转让、出租、出借。

资料来源：华创证券整理

### 3、大屏订阅价值更高且有多种变现方式，可带动 ARPPU 值提升

5G 支持下的超高清视频在大屏端更能发挥其优势，为了享受更好的视听体验，用户会进一步提升大屏的利用率，进一步促进 OTT 的发展。目前 3 大视频平台的电视端会员价格接近移动端的 2 倍，提供的服务均为电视、电脑、手机、



平板四屏共享。在大屏的普及下，视频网站的 ARPPU 值长期有提升的空间。

图表 11 主流视频平台会员收费对比

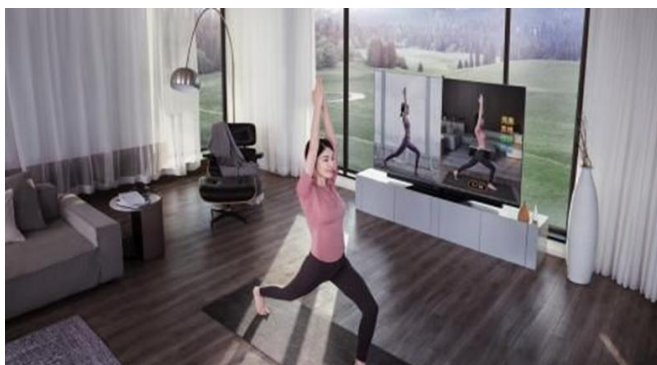
	1个月	3个月	12个月	备注
<b>OTT 终端</b>				
银河奇异果	30	88	330	连续包月、包季、包年价格
CIBN 酷喵影视	29	70	239	连续包月价格
云视听极光	50	148	488	
<b>在线视频平台</b>				
爱奇艺	15	45	178	连续包月、包季、包年价格
优酷	15	45	178	连续包月、包季、包年价格
腾讯	15	58	198	连续包月价格

资料来源：腾讯视频，优酷，爱奇艺，芒果TV，华创证券

此外，大屏有多种变现方式，可提升单用户价值，深入大屏产业链各个环节的视频网站可多方面提升单用户价值：

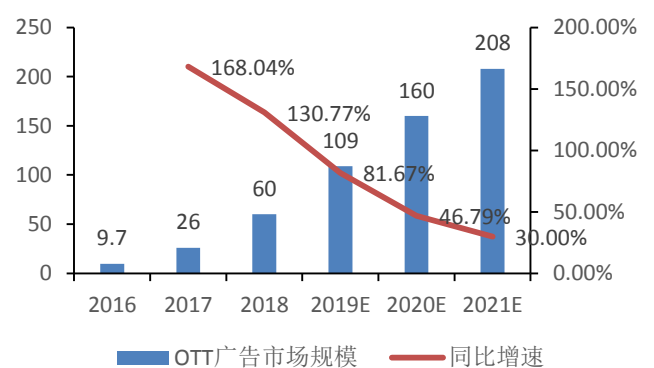
- **广告：**大屏广告形式多元，有系统层、内容层和应用层广告，表现形式有开屏广告、贴片广告、屏保广告、应用入口等。2018 年大屏广告市场规模达 60 亿，2021 年预计为 208 亿，3 年 CAGR 为 51%，发展势头非常迅猛；
- **智能识物：**智慧屏可以识别视频中的物品，识别后进入购物网站的购买链接，从看到心仪物品到下单一站式完成，类似移动端的抖音电商，大屏的电商货币化是一片蓝海；
- **智能识人：**智慧屏可根据人脸识别技术辨别家庭中不同的个人用户，为用户定制个性化内容并精准推送，提高变现概率；
- **其他：**AI 健身、大屏游戏等。

图表 12 华为智慧屏 AI 健身



资料来源：华为官网

图表 13 OTT 广告市场规模 (亿)



资料来源：奥维云网《2019 年中国 OTT 发展预测报告》，华创证券

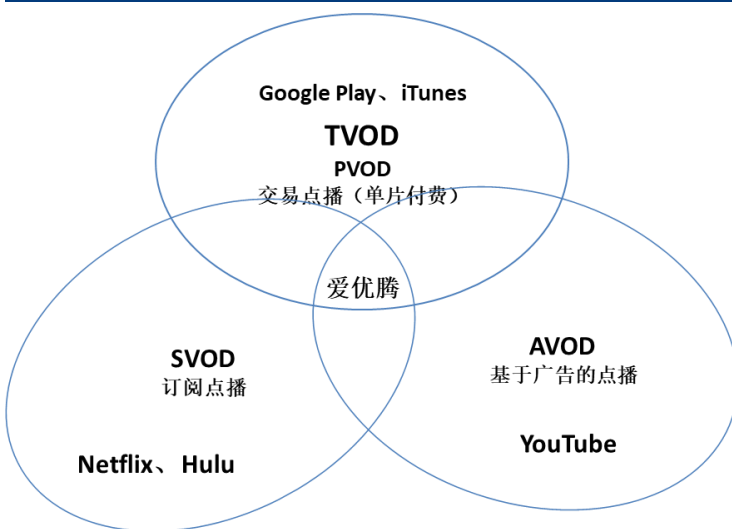
## (二) PVOD: 提升的流媒体观影体验或能推动 PVOD 发展

VOD 全称为 Video on Demand，也就是点播，主要有三种模式：交易点播（单片付费）（TVOD/PVOD）、订阅点播（SVOD）、基于广告的点播（AVOD）。

- **TVOD:** Trading Video on Demand, 即**付费点播**, 单个内容单独付费, 典型平台如 Google Play、iTunes;
- **SVOD:** Subscription Video on Demand, 即**订阅点播**, 通过订阅成为会员, 享有观看内容的权利, 典型平台如 Netflix、Hulu;
- **AVOD:** Advertising Video on Demand, 即**基于广告的点播**, 用户可免费观看内容, 但必须观看广告, 典型平台如 YouTube。

国内的几大视频平台均同时采用了 3 种模式, 免费内容用于维护月活, 订阅会员服务用于拉动付费用户和留存, 直接付费内容较少, 多为好莱坞大片。

**图表 14 国内外视频平台的点播模式**



资料来源: 华创证券整理

**PVOD 是流媒体平台对观影方式的革新。** PVOD 全称为 Premium Video on Demand (优质/高端视频点播), 是一种付费点播形式, 指在电影上映后的几周内, 甚至是电影上映同期将电影推向流媒体平台, 即缩短了窗口期的最新电影付费点播。好莱坞关于这一变革尚在讨论中, 单片定价被认为适合在 30 美元。国外各大视频网站都仅包含一种模式, 而爱奇艺、优酷、腾讯则这三种模式都包含在内。

**流媒体平台冲击窗口期的尝试。** 窗口期指的是电影在影院上映和流媒体上线之间的时间差, 在国外, 这一窗口期逐年下降, 但主要的影院方仍坚持 90 天的窗口期。Netflix 作为流媒体平台领头羊, 尝试冲击这一窗口期: 一方面自制影片, 在独立影院上映后一个月内上线平台; 另一方面, 由于触及连锁影院的利益, 因此与独立影院合作放映, 以符合评奖要求 (必须线下放映), 通过冲击奖项来提振自制影片的知名度, 从来带来更多订阅者。

### 1、海外: Netflix 积极推进 PVOD, 遭遇院线拒绝, 美国制片方多数希望缩短窗口期

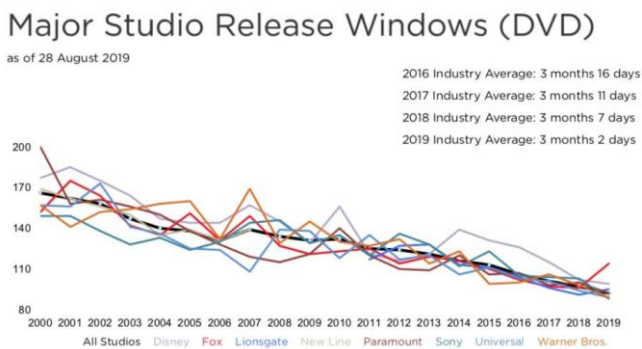
**好莱坞除迪士尼外, 其他大厂均希望缩短窗口期。** 随着 DVD 销量下行, 北美票房市场趋于饱和, 流媒体平台成了新的变现渠道, 针对 PVOD 的讨论在票房下滑的 2017 年较多, 除迪士尼没有表态之外, 好莱坞其余五大都表示希望缩短平台窗口期, 福克斯认为 30-45 天合适, 环球和华纳则更加激进, 分别希望缩短至 20 天和 17 天。但在票房回暖的 2018 年这一争议被搁置, 2019 年 11 月, 迪士尼将推出自己的流媒体服务 Disney+, 康卡斯特和华纳兄弟的流媒体平台也在筹备中。

**Netflix 的 PVOD 尝试遭到夏纳、AMC 等传统势力的拒绝。** Netflix 积极尝试 PVOD 业务, 其野心是每年制作大约

40 部电影，并尝试以非传统的方式即 PVOD 来迎合电影观众，但这一形式遭到了电影行业多方拒绝：

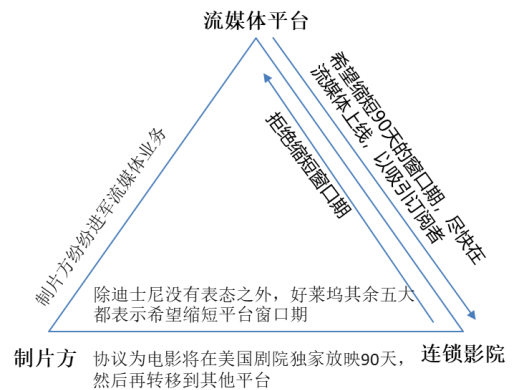
- **戛纳：**2017 年 Netflix 与韩国导演奉俊昊合作的《玉子》以及亚当·桑德勒主演的《迈耶罗维茨的故事》双双入围了戛纳主竞赛单元，引起法国电影行业的极大不满。2018 年双方冲突的加剧，Netflix 宣布以后进入电影节的参赛作品一定要进入法国院线才有资格，而根据法国电影行业的相关规定，窗口期至少要有 36 个月的时间，而 Netflix 就连 36 个小时的窗口期都不愿留给院线。这也直接导致了去年包括《罗马》在内的五部作品直接放弃了戛纳，转而投向了更加友好的威尼斯电影节，并一举拿下了金狮奖。
- **美国本土：**Netflix 同样也面临着被院线声讨和抵制的问题，虽然目前 Netflix 的部分作品都选择在平台上线前小规模进入院线上映，其中就包括了之前热门的《蒙上你的眼》、《罗马》等。但这些妥协依然没能让院线满意，按惯例奥斯卡颁奖前，最佳影片提名作品会在北美三大院线 Regal、AMC 和 Cinemark 进行展映，但三大院线都声明将不会展映 Netflix 出品的《罗马》。

图表 15 美国 DVD 发行窗口期变化



资料来源：NATO

图表 16 制片方、流媒体平台、连锁影院三方关系图

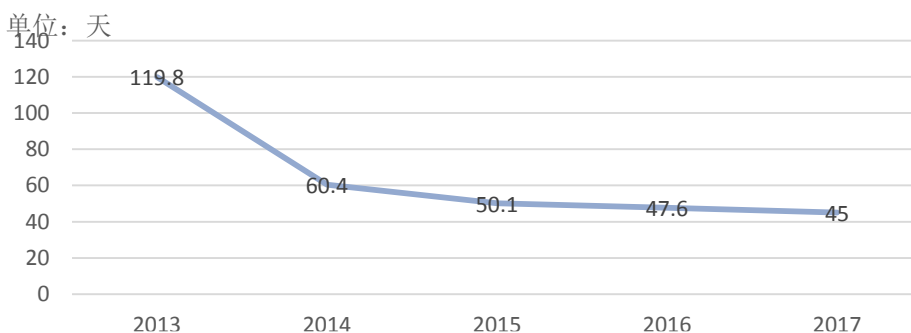


资料来源：华创证券整理

## 2、国内：中小成本片和文艺片的窗口期较短，大片窗口期长，电影版权费是片方的重要收入补充

近年来，我国的院线电影窗口期呈现不断缩短的趋势，从 2013 年的平均 120 天，到 2017 年的平均 45 天，但目前来看已进入变革深水区，不同电影的窗口期两极分化明显。小成本的文艺片等窗口期非常短，通常在 30 天以内；而高成本商业大片窗口期依然较长，通常在 90 天左右。目前，小成本的文艺片等窗口期非常短，通常在 30 天以内；而成本高的商业大片窗口期依然较长，通常在 90 天左右。

图表 17 国内电影平均窗口期变化



资料来源：艺恩《国产电影发行市场白皮书》，华创证券

**图表 18 国内近期上映电影的窗口期**

片名	内地票房	院线上映	视频平台上线时间	间隔时间(天)
二十岁	320 万	2018/11/30	2018/12/6	6
风中有朵雨做的云	6483.9 万	2019/4/4	2019/4/19	15
上海堡垒	1.21 亿	2019/8/9	2019/8/30	21
你好，之华	8018.6 万	2018/11/9	2018/12/8	29
毒液	18.7 亿	2018/11/9	2019/1/10	62
流浪地球	46.55 亿	2019/2/5	2019/4/30	84
复仇者联盟 4: 终极之战	42.41 亿	2019/4/24	2019/8/20	118
复仇者联盟 3: 无限战争	23.89 亿	2018/5/11	2018/10/1	143

资料来源：猫眼专业版，腾讯视频，华创证券

**视频网站购买电影模式：**买断、保底分账、按点击率分成。分成模式常用于网络大电影，而买断模式常用于院线电影。多数电影片方会将版权卖断给一家发行方，再由其分销给各家视频网站、航空公司、DVD 等播放平台，但现在越来越多的片方选择直接与视频网站对话，争取更大的利润空间。爱奇艺高级副总裁杨向华曾表示，各大视频网站 2018 年用于电影网络版权采购的费用将高达 180 亿，其中三分之一将用于采购新片。不过由于视频网站本身处于亏损，有很大的动力压缩成本，因此现在大部分电影卖给视频网站的价格不超过 5000 万元，版权费通常在票房收入的 5%~10%。

**图表 19 部分电影的网络版权费**

时间	电影名	版权费(单位: 万元)
2010	让子弹飞	500
2014	一步之遥	3000
2014	心花路放	3000
2014	太平轮上、下	5000
2015	天将雄狮	3000
2016	美人鱼	6000

资料来源：新浪财经，华创证券

### 3、5G 带来创新影音技术提升家庭观影体验，或助推 PVOD 发展

5G 将带来如超高清视频、AR、VR 等创新技术，运用于影音效果上，将极大提升家庭观影体验，叠加节省下来去影院所花费的时间成本，对一二线用户具有吸引力。

#### 1) SVOD 模式下影院和视频平台上线的“无缝衔接”

目前视频网站上线电影普遍采用 SVOD 的方式：

- **SVOD:** 订阅点播，这是目前视频网站上院线电影的主流模式，即只有会员才能观看，非会员只可试看6分钟。
- **TVOD:** 付费点播，目前几大视频网站需要单独付费的影片都较少，多为好莱坞影片，如《蜘蛛侠》《复联4》等，单片价格通常在6-12元，会员可享半价优惠，单片价格在3-6元。

图表 20 SVOD（订阅点播）的页面展示



资料来源：腾讯视频

图表 21 TVOD（付费点播）的页面展示



资料来源：腾讯视频

通过对近一年来一些典型上映影片的窗口期及上线视频平台时的票房完成度分析，我们发现近来影片大多选择正常上映结束后“无缝衔接”视频网站，窗口期仅为正常上映时间。可以看出无论票房高低，影片都选择在票房达到最终票房95%以上时上线视频平台，此时已基本完成影院票房的收割。窗口期的不同主要是由影片的口碑和票房共同导致，口碑好的影片票房高，生命周期长，因此窗口期长；口碑较低的影片或文艺片等受众较窄的影片无法取得排片，有些甚至影院“一日游”，因此窗口期非常短，很快能在视频平台上线，通过收取网络版权费快速进行资金回款。

图表 22 近期上映影片的窗口期、评分、类型及上线平台时的票房完成度

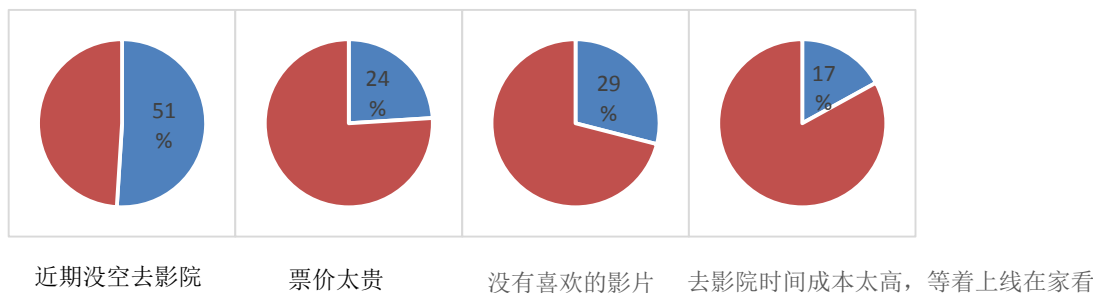
片名	院线票房(万)	间隔时间(天)	平台上线时票房	豆瓣评分	影片类型	平台上线时总票房完成度
二十岁	320.4	6	299.8	3.9	剧情	94%
风中有朵雨做的云	6479.3	15	6397.6	7.2	剧情 / 悬疑 / 犯罪	99%
上海堡垒	12200	21	11941.9	2.9	爱情 / 科幻 / 战争	98%
你好，之华	8022.1	29	7992.2	6.7	剧情 / 爱情	100%
白蛇·缘起	45000	52	44504	7.9	爱情 / 动画 / 奇幻	99%
烈火英雄	169100	61	163688	6.5	剧情 / 灾难	97%
哪吒之魔童降世	497400	77	490949	8.5	剧情 / 喜剧 / 动画 / 奇幻	99%
流浪地球	465600	84	465461	7.9	科幻 / 灾难	94%

资料来源：艺恩数据，华创证券

## 2) PVOD 直击一二线城市用户观影痛点——时间成本高

根据灯塔研究院的调查，在 2019 暑期档，用户没有购票观影的主要原因是没有时间，尤其是一二线用户、25+ 用户。在线下影院观影，加上路途往返时间、候场时间、吃饭或者逛街时间，通常要耗费比电影时长多 1-3 小时的时间。而 PVOD 在家点播视频，除了观影时长并不耗费其他时间。若能缩短电影窗口期，在影院上映后很快上线视频平台，PVOD 既可以节省时间，又可以在家观看时下的最新影片。

图表 20 用户 2019 暑期档没有购票观影的原因



资料来源：灯塔专业版 2019 年暑期档用户调研，华创证券

## 3) 以《哪吒》为例，分情况探讨 PVOD 的可行性

PVOD 曾在 2017 年引起好莱坞讨论，但由于 2018 年美国国内票房回暖，争议暂时搁置，好莱坞影院方也仍然坚守着 90 天的窗口期。PVOD 的实质是革新影片分发渠道，将视频平台当作电影的直接发行渠道，通过用户单片付费的方式分发影片，但这需要时间进行探索，尤其是以下几个重要因素：

- **窗口期：**窗口期设置为多长，好莱坞制片方提出过 17-20 天，又甚至完全与影院同步上映；
- **分账比例：**片方（制片+发行）与院线的分账比例长期在 43%：57%，视频平台的分账比例如何设置；
- **单片定价：**好莱坞曾提出过单片定价为 30 美元，对比 2018 年美国的平均票价为 9.15 美元，是平均票价的 3 倍，因为通常一个家庭共享账号，因此流媒体平台定价是 3 人家庭的票价；国内 2018 年的平均票价为 35 元，PVOD 单片如何定价值得商榷。

我们以目前的年度票房冠军、收官 49.74 亿的《哪吒》为例，分情况探讨 PVOD 的可行性。

**PVOD 模式理论上具有可行性：**通过假设片方与平台的分账比例为 7:3，且单片定价在不同窗口期分别为 50/30/10 元，我们可以观察到，只有在 10 天的窗口期下，单片定价 50 元，付费点播用户数可以达到 3274 万，若一个账号对应一个家庭中 2 个观众，则能覆盖 6549 万观影人次，而实际上 10 天窗口期之后的观影人次达 7435 万，因此 6549 万理论上是可以达到的。另外两种情境下，20 天和 30 天的窗口期下，尽管单片定价有所下降，但模型无法支持这一商业逻辑。

**图表 23 PVOD 在不同窗口期之下的可行性测算**

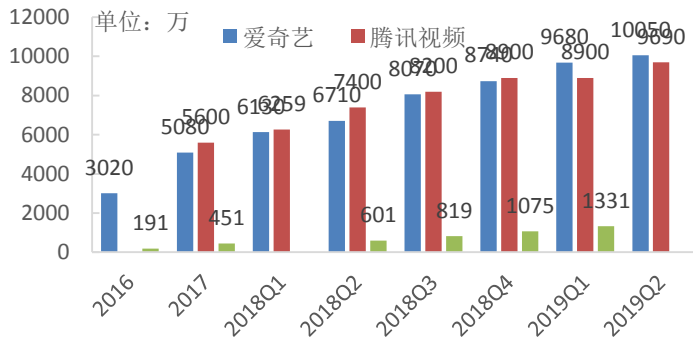
窗口期	10 天	20 天	30 天	说明
院线票房 (亿)	22.92	36.98	43.53	
后续票房 (亿)	26.82	12.76	6.21	
片方在后续票房分账 (亿)	10.46	4.98	2.42	分账比例为 39%
网络版权费 (亿)	1	1	1	由于是票房冠军, 假设版权费为 1 亿, 目前电影版权通常不超过 5000 万
片方从 PVOD 所得至少达到 (亿)	11.46	5.98	3.42	对片方而言, 接受 PVOD 模式的收入至少要超过原有模式的收入
片方与视频平台分账比例	7: 3	7: 3	7: 3	为了开拓 PVOD 业务, 假设平台前期给予片方分账优惠 7: 3
视频平台付费收入需要达到 (亿)	16.37	8.54	4.89	
PVOD 单片定价 (元)	50	30	10	由于一个家庭通常共享账号, 因此要考虑到至少是 2 人共同观看, 假设为 50/30/10 元
付费点播用户 (万)	3274 ✓	2848	4886	
后续观影人次 (万)	7435	3513	1650	

资料来源: 猫眼专业版, 华创证券测算

#### 4) PVOD 模式对视频网站的助益

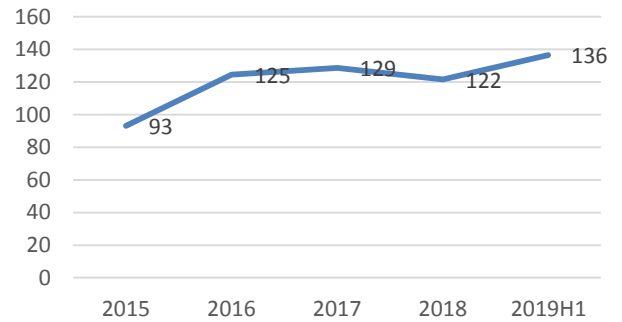
- **付费用户增加:** 目前爱奇艺和腾讯视频的会员均在 1 亿左右, 若按照家庭共享账户来计算, 全国城镇 2.7 亿个家庭, 尽管各自还有较大的增长空间, 但确实在不断逼近增长瓶颈。而 PVOD 可拉动观影人群付费, 借此拉动付费会员的增长。
- **ARPPU 值提升:** 从爱奇艺的 ARPPU 值可以看出, ARPPU 值持续增长趋势, 但目前仍比全年订阅费 198 元低, 说明还有较多会员采用按月付费或按季付费, 而 PVOD 每月上线最新电影, 能增强会员粘性。且单片付费是绝对的增量, 可提升 ARPPU 值;
- **采购成本降低:** 由于采取单片付费的分账模式, 视频网站可适当降低影片版权费, 甚至如影院一样零版权费, 仅分账。

图表 24 爱奇艺、腾讯视频和芒果 TV 的会员数 (万)



资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 25 爱奇艺付费会员 ARPPU 值 (年化, 元)

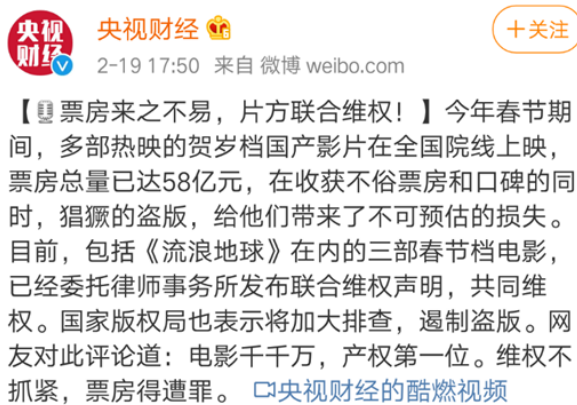


资料来源: 公司公告, 华创证券

### 5) PVOD 模式目前尚未开展, 目前推广这一模式存在较多困难

- **盗版:** 在影院上映的电影会遭遇录播盗版, 今年春节档《流浪地球》等多部影片的片源泄露, 对片方和影院造成了损失。PVOD 模式下, 如果直接在视频平台上线, 盗版情况难以监控。
- **影院也升级观影体验:** 5G 带来的技术革新同样提升影院的观影体验, 如 360° 沉浸式影厅、4D 影厅、Cinity 影厅、杜比影厅等, 影院也同样可以通过特色影厅来营造各自的差异化。
- **影院方拒绝:** 目前多家影院上市公司体内或母公司有制片业务, 是制片、发行、放映一体的垂直电影产业链集团, 如万达电影、中国电影、横店影视、上海电影等, PVOD 缩短窗口期是对影院方的冲击, 不一定会得到同一集团内制片方的支持, 是否能落地还需要三方进行博弈。

图表 26 《流浪地球》被盗版



资料来源: 微博



图表 27 360° 沉浸式影厅



资料来源：新浪财经

图表 28 Cinity 影厅



资料来源：新浪财经

## 二、 5G 对内容行业的影响：探索适应新技术的新内容，有望诞生黑马

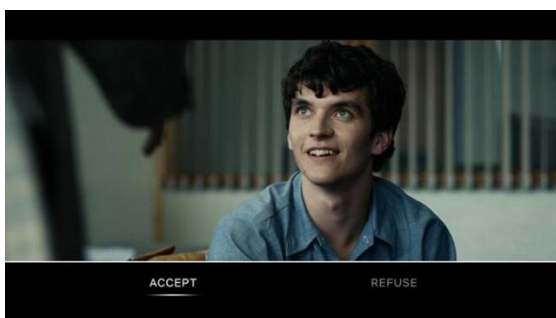
### (一) 互动视频：5G 前夜的用户教育，带有游戏属性，提升付费率和 ARPU 值

#### 1、 互动视频是 5G 前夜的用户教育

传统影视只有一条剧情线、无选择、结局唯一而固定，而互动视频带有游戏属性，注重交互性，带领用户进入交互影视的初级阶段，为 5G 即将带来的 VR 影视进行了用户教育。未来的 5G+VR/AR 可使用户置身于剧情场景之中，更有代入感和沉浸感，而用户更是有多种交互方式，沉浸感、交互性更强的影视作品是未来发展的一大趋势。

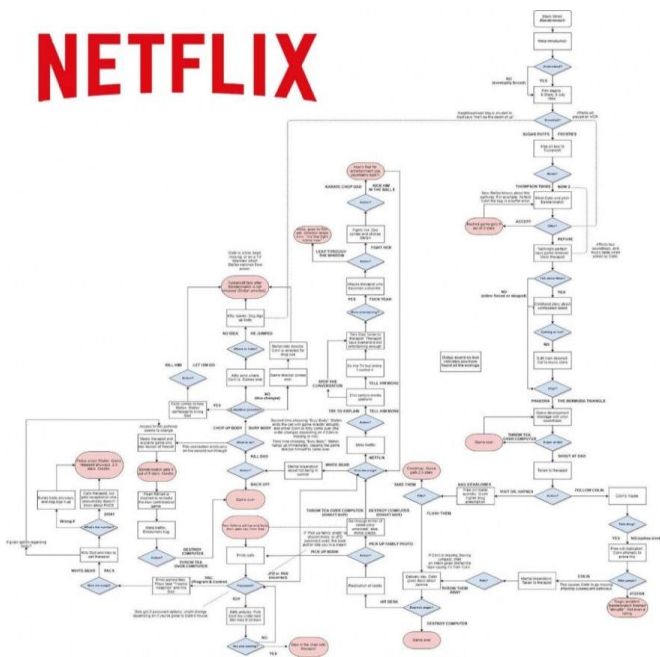
- **互动视频定义：**影视与游戏的混血儿，是加入了交互功能的新型视频。互动形式与游戏结合，使得传统游戏有了游戏故事性，而互动形式与剧集结合，则让剧集更具娱乐性和新鲜感。
- **特点：**多支线，多选择，多结局。
- **目前玩法：**通过不同的选择体验不同的剧情，由于不同剧情的时长不同，因此没有传统意义上固定的播放时间。
- **代表作：**Netflix 的《黑镜：潘达斯奈基》，国产有 New One Studio 的《隐形守护者》。

图表 29 《黑镜：潘达斯奈基》与《隐形守护者》剧照



资料来源：Netflix 官网，TapTap

图表 30 《黑镜：潘达斯奈基》的剧情选择及走向



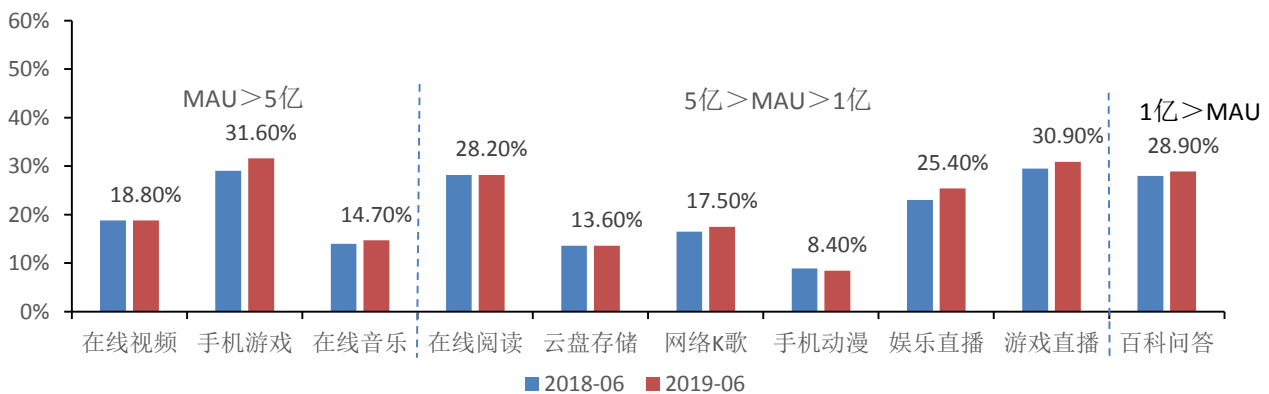
资料来源: Netflix 官网

## 2、 互动视频具备游戏属性，理论上可在多个方面表现胜过普通视频

**时长:** 由于多结局的存在，通常吸引已通关的用户想看其他结局而进行“二刷”“三刷”，大大增加用户观看时长。以《黑镜：潘达斯奈基》为例，共有 5 个不同结局，最短的游戏时间是 40 分钟，平均时长 90 分钟左右，而所有支线剧情的总时长达 312 分钟。

**付费率:** 互动视频增加了与用户的交互，让用户沉浸感、体验感、成就感更强，尽管手游行业用户基数略低于视频行业，但手游行业的平均付费率 31.6% 超过在线视频的付费率 18.8%，体现了游戏这一娱乐形式的付费优势，互动视频这一具有游戏属性的新品类有拉动用户付费意愿的可能。

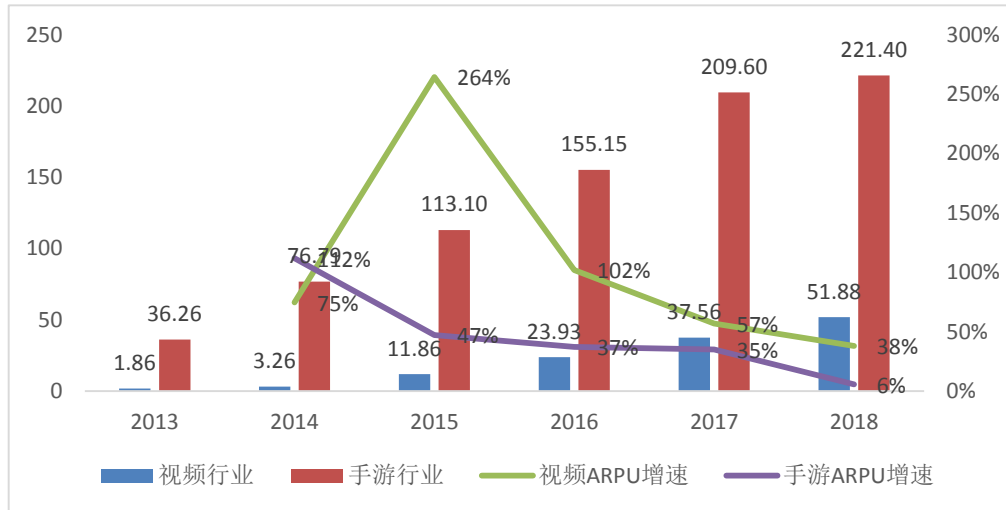
图表 31 2019H1 移动互联网典型细分行业付费用户占比



资料来源: Questmobile, 华创证券

**ARPU 值：**2018 年，视频行业的 ARPU 值仅为 51.9 元，而手游行业的 ARPU 值为 221.4 元，在二者用户基数相差不大的情况下，手游行业的 ARPU 远超过视频行业。**互动视频这一具有游戏属性的新品类视频同样有望拉动 ARPU 的增长。**

图表 32 视频行业与手游行业 ARPU 值对比（元）



资料来源：艾瑞咨询《中国网络视频版权保护研究报告》，伽马数据，华创证券整理

### 3、互动视频案例分析：《隐形守护者》

《隐形守护者》是 New One Studio 改编创作的一款**角色扮演类冒险游戏**。原作是 fantasia 创作的视觉小说《潜伏之赤途》，游戏讲述一名留学日本归来的爱国青年，在抗战年代潜伏在敌后，周旋各方势力之间，最终为中国革命事业做出巨大贡献正能量故事，有如下特点：

- **全通关耗时长：**四条主线，一百个分支结局（包括改造、枪杀、活埋等），达成全结局约需要 11-12 个小时；
- **ARPU 值高：**游戏在多个平台上线，包括端游和手游，端游的 steam 完整版 58 元；WeGame 平台完整版 64 元；手游的 iOS 平台 48 元，安卓平台 48 元。普通视频少有单片直接付费，且付费金额通常在 6-12 元，会员更低至 3-6 元，与游戏化视频作品的售价相比低很多。
- **胜在剧本而非技术：**《隐形守护者》的画面大部分是 **PPT 型的静态剧照播放**，只有少量的动作戏是视频，代入感不强，但胜在剧本扎实出彩，游戏获得很高评价。若未来的互动视频在此基础上，完全可以通过流畅的动态影视增强沉浸感，吸引到更多用户。

互动视频游戏性较弱，在视频平台比在游戏平台更能凸显优越性。尽管作为互动视频代表作的《隐形守护者》在游戏平台上线，但其更偏文字冒险类游戏，游戏属性与 MOBA、ARPG、FPS 等游戏类型相比较弱，因此视频平台也可承载，如爱奇艺推出的《他的微笑》。且互动视频理论上在时长、付费率和 ARPU 值等多方面胜过普通视频，在视频平台具有优越性。

视频平台加码互动视频布局，利好优质内容公司。目前，爱奇艺和腾讯视频两大平台相继发布互动视频制作标准，重视这一新兴类型，而互动视频在玩法较为简单的情况下，剧情和选择逻辑是制胜法宝，利好优质内容公司，这些公司也可通过在互动视频上的经验积累，为即将到来的 VR 影视做准备。

图表 33 《隐形守护者》各个平台售价

版本	发行日期	售价	视频平台付费电影售价对比	
PC 中国版	2019 年 1 月 23 日	57 元	狮子王	5 元
安卓移动版	2019 年 5 月 24 日	48 元	复仇者联盟 4: 终局之战	5 元
App Store 移动版	2019 年 5 月 4 日	48 元	蜘蛛侠: 英雄远征	5 元
Steam (MacOS、Windows)	2019 年 1 月 23 日	58 元	阿拉丁	5 元
We Game	2019 年 3 月 5 日	56 元	玩具总动员 4	5 元

资料来源: Steam, Wegame, iOS, 腾讯视频, 华创证券整理

图表 34 《隐形守护者》游戏截图



资料来源: TapTap

#### 4、视频平台的互动视频路径分析

**策略 1: 所有人均可观看，非会员观看广告。**此种路径下，互动视频与普通视频的区别不大，但互动视频新奇的表现形式或能提升广告 CPM;

**策略 2: 互动视频作为 VIP 独有权益。**目前，爱奇艺和腾讯视频两大平台相继发布互动视频制作标准，互动视频可能作为不同平台的会员权益，借此拉动会员增长;

**策略 3: 互动视频采取单片收费模式。**互动视频与 RPG 品类游戏最像，均有完整剧情，参照 RPG 游戏的付费率为 5% 左右，假设互动视频的付费率为 5%，以视频行业目前约 6.5 亿用户计算，或有 3250 万潜在付费用户。但需要单片付费的互动视频必须满足大 IP、制作精良、交互设计好等众多条件，才能达到用户单独付费的标准。现在国内各大视频平台均在试水阶段，市场等待杀手级互动视频作品。

**图表 35 近期主流互动视频对比**

对比维度	《大唐女法医》	《他的微笑》	《画师》	《隐形守护者》	《黑镜：潘达斯奈基》	《片场迷案》
上线时间	2019 年暑期	2019 年 6 月	2019 年 5 月	2019 年 3 月	2018 年 12 月	2018 年 10 月
题材	古装探案	爱情	悬疑惊悚	抗战	科幻悬疑惊悚	悬疑探案
制作方	兴路传媒	灵河文化	恒星影业	New One Studio	Netflix	芒果 TV
平台	优酷	爱奇艺	腾讯视频	Steam, iOS 等	Netflix	芒果 TV
技术呈现	/	APP	APP	APP	APP	H5
互动点设置	/	自然	突兀	自然	自然但重复繁多	不影响剧情
转场效果	/	流畅	卡顿拼接感重	流畅	流畅	不影响剧情
剧情复杂度	/	一般	一般	一般	复杂	简单
评价	未上线观察	剧情简洁但技术纯熟	剧改互动视频临时上线	PPT 版视频游戏	互动视频标杆	《明星大侦探》宣发片

资料来源：吴俊宇《互动视频不能为了互动而互动》，华创证券

## (二) VR 影视：5G 环境下的交互影视，更有沉浸感，交互性更强

VR/AR 是近眼现实、感知交互、渲染处理、网络传输和内容制作等新一代信息技术相互融合的产物，运用场景十分广阔，可运用于工业制造、医疗、军事、电视转播、娱乐游戏、教育、旅游、市政建设等众多领域。

### 1、VR/AR 推动传媒行业转型升级

**5G 推动 VR/AR 发展：**VR/AR 的落地应用需要用到 5G 的 3 大使用情景中的两种，分别是增强移动宽带和和超高可靠低时延通信，5G 的 3 大使用情景包括：

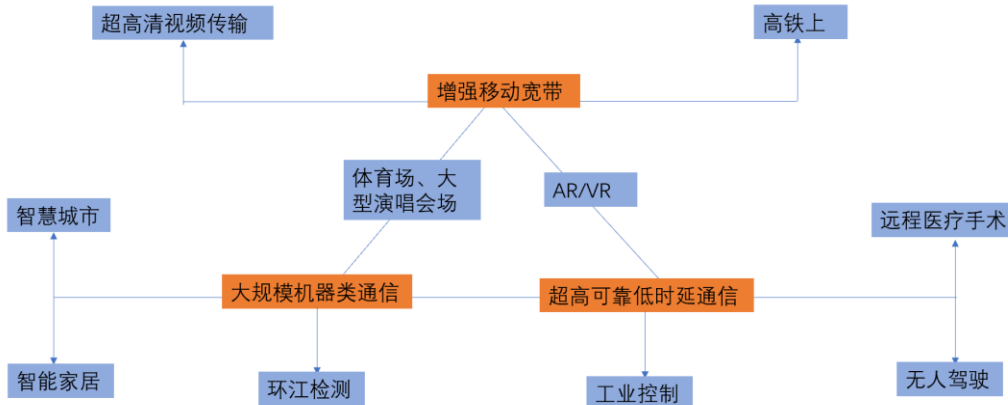
- **增强移动带宽 (eMBB)：**以人为中心，侧重于关注多媒体类应用场景，需要在用户密度大的区域增强通信能力，实现无缝体验；
- **超高可靠低时延通信 (uRLLC)：**对延迟时间、性能可靠性要求极高；
- **大规模机器类通信 (mMTC)：**连接设备的数量巨大，但每个设备所需要传输的数据较少，且时延性要求较低；
- 5G+VR/AR 融合已进入预研探索期的尾声，即将在 2020 年开始市场启动期。

**图表 37 VR/AR 技术应用领域**

领域	应用
工业制造和维修	通过头戴显示器将多种辅助信息显示给用户，包括虚拟仪表的面板，设备的内部结构、设备零件图
医疗	医生可利用增强现实，对患者进行手术的部位创造虚拟坐标后进行手术部位的精准定位
军事	军队可以利用 AR 技术，建立目标所在地的地理数据，帮助士兵进行方位识别，获得重要的军事数据
电视转播	通过 AR 技术可以将辅助信息叠加到转播画面中
娱乐、游戏	VR 游戏、VR 视频、电影等
教育	通过 VR 进行沉浸式教学；通过 AR 可以将文字、图片立体化，增加阅读互动性与趣味性
旅游、展览	通过 VR 技术打造数字化旅游景点、展览等，使用户足不出户可尽览天下美景
市政建设规划	采用 AR 技术将规划效果叠加到真实场景之中，可直接获得规划效果

资料来源：华创证券整理

图表 36 5G 三大使用场景下的具体应用



资料来源：亿欧智库《5G 基础梳理和应用前景分析研究报告》，华创证券

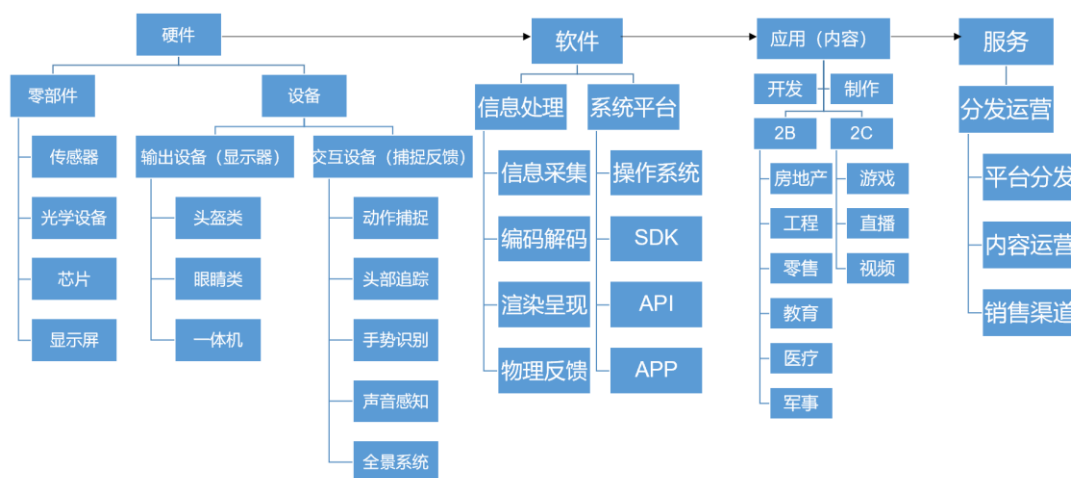
图表 39 5G+VR/AR 融合应用时间表



资料来源：赛迪智库《5G 十大应用场景路线图时间表》，华创证券

5G 带来的超宽带高速传输能力和低时延，可以解决 VR/AR 渲染能力不足、互动体验不强、终端移动性差和眩晕等痛点问题。运用在传媒领域，可推动媒体行业转型升级，在文化宣传、社交娱乐、教育科普等行业广泛应用。在 VR 产业链中，上游是传感器、输出设备、交互设备等硬件和渲染、SDK 等软件，中游的平台实现内容分发，下游的内容应用分为 2B 和 2C。2C 应用主要为游戏、直播、视频等，VR 最初会先在游戏、直播等领域有所突破。

图表 37 VR 产业链



资料来源：工信部《中国 VR 产业投融资白皮书》，华创证券

图表 38 VR 应用及技术特点

	阶段 0	阶段 1	阶段 2	阶段 3/4
--	------	------	------	--------

VR 应用	PC VR	Mobile VR	Cloud Assisted VR	Cloud VR
技术特点	本地渲染，动作本地闭环	全景视频下载，动作本地闭环	动作云端闭环，FOV+视频流下载	动作云端闭环，云端 CG 渲染，FOV+视频下载
连接需求	WIFI 连接为主	4G 和 WiFi 内容为流媒体 20Mbps+50ms 时延要求	4.5G， 内容为流媒体 40Mbps+20ms 时延要求	5G 内容为流媒体 100Mbps-9.4Gbps+2-10ms 时延要求

资料来源：华为 Wireless X Lab，华创证券

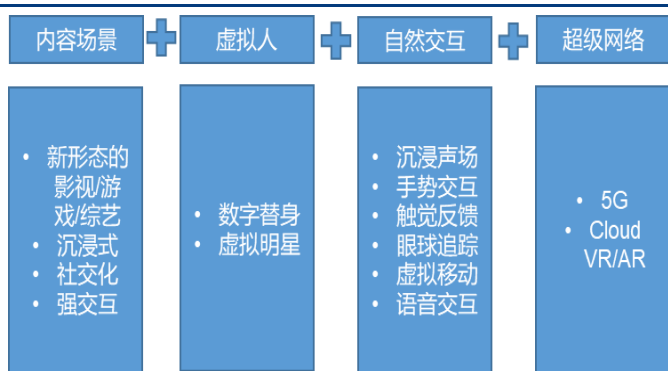
## 2、5G 时代的 VR 影视更具沉浸感和交互性

**沉浸感：**未来的 5G+VR 经过 3D 全景视频拍摄，可使用户感受到如同 360° 置身于剧情场景之中，比 4G 时代的互动视频更有代入感和沉浸感；

**交互性：**与 4G 时代的互动视频只能点击选项做出选择不同，5G+VR 的交互影视采用更自然的交互方式，如手势、语音、触觉、眼球追踪、虚拟移动等

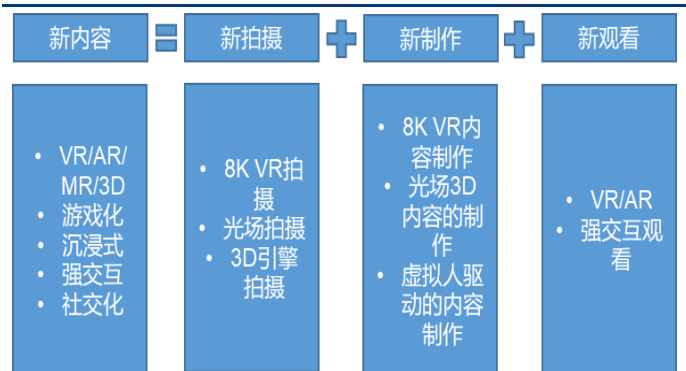
**VR 影视有望诞生黑马。**5G 时代从拍摄到制作到观看，均是对传统方式的重大革新，各环节均有望诞生黑马公司。传统内容公司也有望在新的技术下焕发新的生命力，像《隐形守护者》通过扎实的剧本获得口碑一样，通过探索适应新技术的新内容，将自己对内容的经验与新技术融合。

图表 39 “头号玩家”的技术解构



资料来源：芒果 TV 创新研究院《5G 时代的 VR 视频内容创新》，华创证券

图表 40 5G 时代的新内容



资料来源：芒果 TV 创新研究院《5G 时代的 VR 视频内容创新》，华创证券

## 3、VR 影视场景落地案例

### 1) 云 VR 全景直播

VR 全景直播采用多机位全景视角进行拍摄，不仅可提供更多观看角度，且可提供 360° × 180° 全视角效果，优化演唱会观看体验。2019 年江西省春节联欢晚会首次采用 5G+8K+VR 进行录制播出。现场观众可以通过手机、PC 以及 VR 头显等多种方式体验观看，尤其是 VR 头显用户可以体验沉浸式观看。

图表 41 2019 年江西省春节联欢晚会报道图片

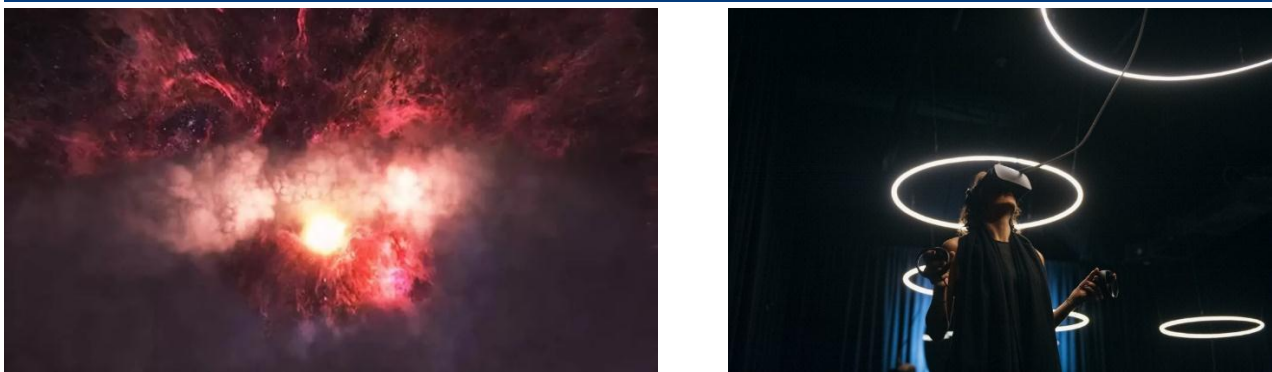


资料来源：微博

## 2) 电影

VR 电影《SPHERES》，在圣丹斯电影节上被 CityLights 以 140 万美元的价格收购，这是 VR 技术在电影市场上实现的最大规模商业收益。《SPHERES》发挥了 VR 技术对体验者的冲击力，高度仿真的宇宙场景配合流畅的音乐，让体验者能获得视觉听觉的震撼。

图表 42 VR 电影商业化逐渐落地



资料来源：VRScout

## 三、 投资建议

5G 对影视行业的影响如上所述，利好视频平台及适应新技术的内容公司。其中：

### (一) 视频平台：

得益于政策支持下超高清视频的发展，家庭大屏市场将会得到拓展，在大屏各个产业链均有布局的视频平台将在用户付费提升、广告收入增长等多个方面获益；另外，超高清视频带来家庭观影体验的提升，PVOD 付费点播模式有实现的可能，这种模式下，视频网站付费用户增加，ARPPU 值提升，采购成本降低。5G 时代从拍摄到制作到观看，均是对传统方式的重大革新，各环节均有望诞生黑马公司。传统内容公司也有望在新的技术下焕发新的生命力，像《隐形守护者》通过扎实的剧本获得口碑一样，通过探索适应新技术的新内容，将自己对内容的经验与新技术融合。



### 1、芒果超媒（300413.SZ）

内容方面，芒果TV背靠湖南卫视，采取“独播+自制”的方式培养忠实用户，成立多个工作室，成功推出《妻子的浪漫旅行》《明星大侦探》等网综，增强平台用户粘性，打造平台品牌，自制内容表现出色。渠道方面，牵手华为和移动拓宽终端渠道，持有IPTV和OTT双重牌照，享受大屏端快速增长市场。公司实现了平台、内容、牌照、渠道四方面的全面覆盖，在5G到来时各方面都占有先机。

### 2、腾讯控股（0700.HK）

旗下的腾讯视频作为国内一线视频平台，付费用户紧追爱奇艺。在内容方面，公司旗下有企鹅影业和腾讯影业两大自制条线，子公司阅文集团收购优质公司新丽传媒，并投资了柠萌影业等优质公司，通过自制、合作、定制等方式布局内容。在腾讯泛娱乐布局下，影视与阅读、动漫、游戏等紧密结合，今年爆剧《陈情令》证明了这一业务模式的优越性。在大屏端，腾讯视频入股了中国网络电视台的集成牌照，并与新媒股份合作运营云视听极光。

### 3、爱奇艺（IQ.O）

内容方面，爱奇艺通过自有团队制作、外部工作室合作、影视剧定制、参股或投资影视公司、版权采购等多种方式形成了稳定高效的内容供给系统，成为首个付费会员突破1亿的视频平台，后续《河神2》《鬓边不是海棠红》等内容值得期待。且爱奇艺在网络大电影方面走在行业前列，引领分账模式，极富创新精神，若PVOD模式可行，相信爱奇艺会积极探索。渠道方面，爱奇艺则持有7张互联网集成牌照中的银河互联（GITV）的股权，在大屏端，爱奇艺与银河互联合作运营银河奇异果。

## （二）内容公司：

### 光线传媒（300251.SZ）

公司是动画电影细分领域的领头羊，在新拍摄方式、新制作方式和虚拟形象的塑造上已有丰富经验，能更好适应5G时代下VR对影视内容的改造。公司在今年电影市场较为低迷的情况下，公司主投、联营动漫企业跟投的动漫电影《哪吒》票房接近50亿，奠定了全年的盈利基础。《哪吒》的成功证明了公司从几年前开始铺垫的动画电影策略奏效，通过“投资动漫企业+投资动画电影”双管齐下，公司不但开辟了动画电影这一蓝海品类，更是通过《大圣归来》《大鱼海棠》《哪吒》等票房口碑俱佳的作品证明了自己在这一细分领域的领头羊地位。作为国内电影公司的龙头，光线在剧本选择、故事打磨、呈现方式上均有丰富经验和多年沉淀，不论技术如何改变，好的故事和内容均有市场。同时，公司持有17.18%股份的猫眼娱乐今年在港股上市，并成功实现了利润的扭亏为盈，2019H1实现利润2.57亿，经调整后净利润3.80亿，有助于公司投资收益的增长。

## 四、风险提示

超高清视频、VR影视等推进较慢，5G资费过高。

## 传媒组团队介绍

### 组长、分析师：潘文韬

同济大学经济学硕士。曾任职于国金证券。2017年加入华创证券研究所。

### 分析师：肖丽荣

北京大学管理学硕士，香港大学经济学硕士。曾任职于中信证券。2016年加入华创证券研究所。

### 分析师：李雨琪

美国波士顿大学经济学硕士。2016年加入华创证券研究所。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	花洁	销售经理	0755-82871425	huajie@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjian@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com	

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

### 行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
- 中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
- 回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500