

研究所

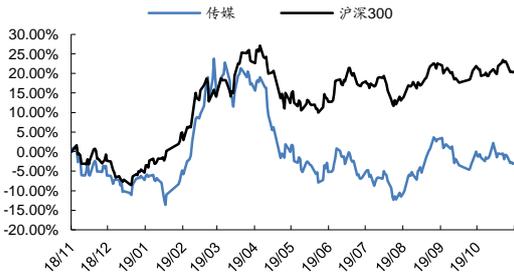
证券分析师:
021-60338167

朱珠 S0350519060001
zhuz@ghzq.com.cn

2020年看专注看融合 看中国文化真内核

——传媒行业 2020 年度投资策略

最近一年行业走势



行业相对表现

表现	1M	3M	12M
传媒	-3.0	9.1	-0.8
沪深 300	-1.2	6.1	21.9

相关报告

《传媒行业周报: 迎来国际童书展 年末贺岁关注电影院线标的》——2019-11-10

《传媒行业周报: 视频平台 2020 年内容计划凸显各家优势 关注国产电影院线及年报预期改善标的》——2019-11-03

《传媒行业周报: IPTV OTT 行业峰会预启融媒体再热 关注年报预期改善标的》——2019-10-27

《传媒行业深度报告: 从孩之宝收购小猪佩奇看奥飞价值几何》——2019-10-23

《传媒行业周报: 板块调整中关注主业渐修复增长标的 可关注图书院线 融媒体》——2019-10-20

投资要点:

■ 继 2018 年我们推出年度策略《好听好玩好看三号内容消费升级》以及 2019 年年度策略《大融合 新传播 新业态》后, 2020 年推出年度策略《看专注看融合 看中国文化真内核》 2019 年传媒板块实现 8% 增长, 历经三年后首次实现正增长, 传媒板块已初现积极信号。2013-2015 年文化传媒板块部分公司通过借壳登陆资本市场, 或从其它行业转型至传媒板块, 起点不重要, 重要的是经过 2016-2018 年三年运行, 商业模式、业绩已逐渐得到验证, 2018 年第四季度部分公司进行商誉减值(文化传媒商誉高峰在 2018 年第三季度的 1579.25 亿元, 2019 年三季度传媒板块的商誉已减少至 1280.48 亿元, 增速从 2016 年第三季度的 88.3% 回到 2019 年第三季度的 -18.9%), 2019 年活下来的, 2020 年重新出发, 重新出发看什么? 看专注看融合, 看中国文化真内核, 同时, 从海外看中国, 重估国潮文化消费市场。

■ 用主业看专注, 中国文化真内核之一是读好书且可通过不同媒介获取知识 2019 年 1-9 月中国整体图书零售市场同比增长率为 12.78%, 保持正向增长。京东图书九年(2010-2019 年)数据显示, 增量来自用户年轻化与下沉化, 9 年维度验证图书知识的需求未变, 变得是媒介, 借助音视频等新媒体有望实现一加一大于二的效果。

中国文化真内核之二是先看国潮动画电影市占率的提升, 再看院线拐点 2012 年-2019 年, 动画电影市场中海外进口动画电影占比从高到低, 从 2012 年美国的《冰川时代 4》的 2.6% 占比到 2019 年中国的《哪吒》的 8.59% 占比, 历经“七年之痒”, 中国人逐渐讲好自己的故事, 进而有了国潮, 2020 年看中国文化真内核。

■ 用 5G 看融合, 中国文化真内核之三, 稳定中有弹性的超高清视频产业链(大屏融合、云游戏云 VR) 超高清视频产业链的商业价值体现离不开 5G 技术的应用, 2020 年也将开启 5G 应用年。5G 有望将 DTV、IPTV 和 OTT 为代表有线电视网、电信网和互联网的三种模式合并, 2022 年智能电视产业规模有望达到 3000 亿元, 其中, 广告营销(整合现有传统 TV 千亿规模及 OTT/IPTV 百亿规模)将达到 1400 亿元, 内容付费将达到 800 亿元, 用户增值(以教育、游戏、短视频、健康为代表的服务模式将衍生产业生态)将达到 800 亿元。大屏端, 可关注芒果超媒(芒果 TV)与新媒股份; 内容端,

可关注优质内容供给公司光线传媒、华谊兄弟、华策影视、腾讯音乐（TME）等。所以综上所述，看中国文化真内核的核心是**生存看专注，发展看融合**。

- **行业评级及投资策略** 给予行业推荐评级。文化传媒行业的发展是伴随内容与新媒介融合以及新用户圈层需求的共振，精神内容需求伴随物质满足后不断提升，2019年外部中美关系影响以及供给与需求两端铺垫出了“国潮”。国潮之下的投资看中国文化真内核（核心是生存看专注，发展看融合），**中国文化真内核之一**是读好书且可通过不同媒介获取知识（新经典、中信出版、中国出版等以及内容媒介守门人视觉中国）；**中国文化真内核之二**是先看国潮动画电影市占率的提升，再看院线拐点（光线传媒、奥飞娱乐、华谊兄弟、横店影视等）；**中国文化真内核之三**，超高清视频产业链中的大屏融合（IPTV/OTT）、云游戏云VR（芒果超媒、新媒股份、恒信东方、华策影视、广电网络等）。

- **重点推荐个股** **芒果超媒（300413）**：中国融媒体资本化典型标杆且具有平台价值及精准垂直粉丝经济属性。

新媒股份（300770）：长期看，公司在完成原始用户累积后，后续的平台搭建与产业链上下游的合作带来更多增值服务，也将利于用户的付费转化，打造从产品收入到生态收入。

新经典（603096）：打造产品的长生命周期（长生命周期产品利于稳定现金流），竞争优势在于“精品化”战略。《人生海海》的成绩是持续挖掘优质内容的能力再度验证。

中信出版（300788）：新三板转至A股，积极探索从传统图书出版向新媒体业态及读者经营的方向进行战略转型。

奥飞娱乐（002292）：有望在未来三年打造细分领域的国潮品牌。

光线传媒（300251）：投真人电影、网剧、艺人经纪、产业投资均服务于“讲好中国故事”内核。内容端的质量提升票房上涨也利于院线端，可关注院线拐点的**横店影视（603103）**。

视觉中国（000681）：深耕图书版权行业，布局较为完整产业链的同时加大对互联网内容交易平台的研发投入，交易平台为客户提供“越来越懂用户”的智能搜索和个性化推荐服务。

- **风险提示**：产业政策变化风险、用户单价下降的风险、三网融合竞争风险、开机率下滑的风险、推荐公司业绩不及预期的风险、图书出版发行选题、新媒体竞争、行业竞争风险编播政策变化风险、影视作品进展不及预期以及未获备案风险、行业发展低于预期以及行业估值继续下行的风险、宏观经济波动的风险

重点关注公司及盈利预测

重点公司 代码	股票 名称	2019-11-15 股价	EPS			PE			投资 评级
			2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	
300413.SZ	芒果超媒	31.39	0.87	0.64	0.84	36.08	49.05	37.37	买入
300788.SZ	中信出版	46.49	1.45	1.31	1.66	32.06	35.49	28.01	买入
300770.SZ	新媒股份	111.00	2.13	2.62	3.61	52.11	42.37	30.75	买入
603096.SH	新经典	57.62	1.78	2.08	2.55	32.37	27.70	22.60	买入
000681.SZ	视觉中国	20.44	0.46	0.52	0.61	44.43	39.31	33.51	买入
603103.SH	横店影视	14.83	0.71	0.54	0.59	20.89	27.46	25.14	买入
300251.SZ	光线传媒	9.58	0.47	0.34	0.41	20.38	28.18	23.37	买入
601900.SH	南方传媒	8.79	0.73	0.80	0.90	12.04	10.99	9.77	买入
002292.SZ	奥飞娱乐	8.29	-1.28	0.10	0.20	-6.48	82.90	41.45	增持
300027.SZ	华谊兄弟	4.40	-0.39	0.16	0.19	-11.28	27.50	23.16	增持
300081.SZ	恒信东方	9.02	0.37	0.40	0.46	24.38	22.55	19.61	增持
300148.SZ	天舟文化	4.74	-1.28	0.26	0.29	-3.70	18.23	16.34	增持
002624.SZ	完美世界	30.35	1.14	1.38	1.68	26.62	21.99	18.07	未评级
002739.SZ	万达电影	13.90	1.29	0.89	0.92	10.78	15.62	15.11	未评级
601811.SH	新华文轩	11.70	0.75	0.74	0.80	15.60	15.81	14.63	未评级
600088.SH	中视传媒	12.21	0.25	0.26	0.44	48.84	46.96	27.75	未评级
601949.SH	中国出版	5.74	0.33	0.31	0.35	17.39	18.52	16.40	未评级
600831.SH	广电网络	8.29	0.17	0.27	0.29	48.76	30.70	28.59	未评级
002602.SZ	世纪华通	8.74	0.41	0.48	0.6	21.32	18.21	14.57	未评级

资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所 (注: 未评级盈利预测取自万得一致预期)

内容目录

1、 2019 年行业总结	7
1.1、 2019 年传媒板块涨幅 8% 近三年首次实现正增长	7
1.2、 2019 年文化传媒板块商誉因素影响因素渐低 2020 年重新出发	8
2、 文传媒各板块 2019 年总结	9
2.1、 游戏板块总结：2019 上半年游戏企业营收增速未现拐点向上	9
2.2、 电影院线板块总结：优质动画电影带来三四线观影人次提升 渠道下沉重启	12
2.3、 电视剧板块总结：备案总数下降 供给理性改观	15
2.4、 广告营销板块总结：2019 年前三季度广告市场整体下滑 8%	19
3、 2020 年展望：看好的板块聚焦在中国文化真内核	23
3.1、 5G 后端应用超高清视频产业链：超高清视频（大屏、云游戏、VR）、融媒体（流媒体）	24
3.2、 知识图书板块：中国文化真内核之一读好书破知识媒介	31
3.3、 院线拐点何时至？先看中国文化真内核代表之一国潮动画电影	37
3.4、 国潮美好生活的有形与无形文化资产重估	39
4、 行业评级及投资策略	40
5、 重点推荐个股	41
6、 风险提示	43

图表目录

图 1: 2019 年 28 个细分子行业区间涨跌幅.....	7
图 2: 2016-2019 年传媒板块区间涨跌幅	8
图 3: 2015-2019 年商誉及同比增速.....	9
图 4: 2013-2018 年中国游戏版号发放数量及同比增速.....	10
图 5: 2008 年-2019 年上半年中国游戏市场实际销售收入及同比增速.....	10
图 6: 2015-2019 年上半年游戏板块上市企业营业收入及同比增速.....	11
图 7: 2015-2019 年三季度游戏板块 22 家公司扣非归母净利润及同比增速	11
图 8: 2017-2019 年中国手游榜单 TOP1 手游代表.....	12
图 9: 2019 年 1-10 月中国单月分账票房及同比增速.....	12
图 10: 2017-2019 年暑假档的总票房、观影人次、片单数、单价、人次变化	14
图 11: 2017-2019 年暑假档的总票房、观影人次、片单数、单价、人次变化	14
图 12: 2015-2019 年三季度电影头部企业归母净利润及同比增速	15
图 13: 2017-2019 年前三季度电视备案情况.....	16
图 14: 2018-2019 年前三季度现代（上）与古代（下）题材电视剧备案情况	16
图 15: 2018 年上半年-2019 年上半年电视台首播剧数量（左）、以及占比（右）	17
图 16: 2018 年上半年-2019 年上半年央视与地方卫视收视份额（左）、2017-2019 上半年卫视收视率（右）	18
图 17: 2016-2019 年前三季度中国全媒体广告以及传统媒体广告同比增速.....	20
图 18: 2016-2019 年前三季度中国全媒体广告刊例花费同比增幅	20
图 19: 2016-2019 年前三季度中国 TOP10 行业投行刊例花费同比增幅.....	21
图 20: 2017-2019 年前三季度全媒体 TOP5 行业及花费占比（上）、全媒体 TOP20 品牌榜单	21
图 21: 2013-2019 年三季度广告板块商誉及同比增速以及三家商业较高企业占比情况.....	23
图 22: 2018-2022 年中国将开展的重要历史事件.....	24
图 23: 新闻联播播出行动超高清视频产业行动计划内容.....	24
图 24: 《超高清视频产业发展行动计划（2019-2022 年）》发展目标.....	25
图 25: 预计 2022 年行业应用领域中两大部分应用市场组成.....	26
图 26: 1980-2020 年 1G 到 5G 下的应用趋势变化	26
图 27: 超高清视频应用成熟度曲线（上）、2017-2025 年全球 VR 游戏市场规模.....	27
图 28: 2016-2019 年智能电视开机率及日均观看时长	28
图 29: 2022 年预计智能电视生态产业规模.....	29
图 30: VR/AR 应用成熟度曲线（上）、全球 VR 视频时长规模	30
图 31: 此 2019 年三季报爱奇艺、腾讯视频付费会员及同比增速	31
图 32: 美国前五大流媒体预计 2025 年全球订阅用户 单位：千人.....	31
图 33: 2019 年 1-9 月中国图书零售市场总规模（上）、实体与网店增速（下）	32
图 34: 2019 年前三季度大众图书不同细分市场码洋比重结构图	33
图 35: 2011-2019 年京东图书用户年纪（上）、职业（下）对比	34
图 36: 2010-2019 年京东图书用户在一至六线购买金额分别（上）购书品类（下）	35
图 37: 2010-2019 年京东图书用户购买不同品类图书金额对比.....	36
图 38: 喜马拉雅、新经典官方微博截图（音视频媒介携手图书）	36
图 39: 2017 年一季度-2020 年一季度中各个季度分账票房及同比增速 单位：十亿元	37
图 40: 国潮简述	39
表 1: 2017-2019 年 6-8 月暑假档票房及同比增速	13
表 2: 2019 上半年三家电视剧代表企业应收账款坏账计提比例	18
表 3: 2019 上半年三家电视剧代表企业应收账款坏账计提比例	19

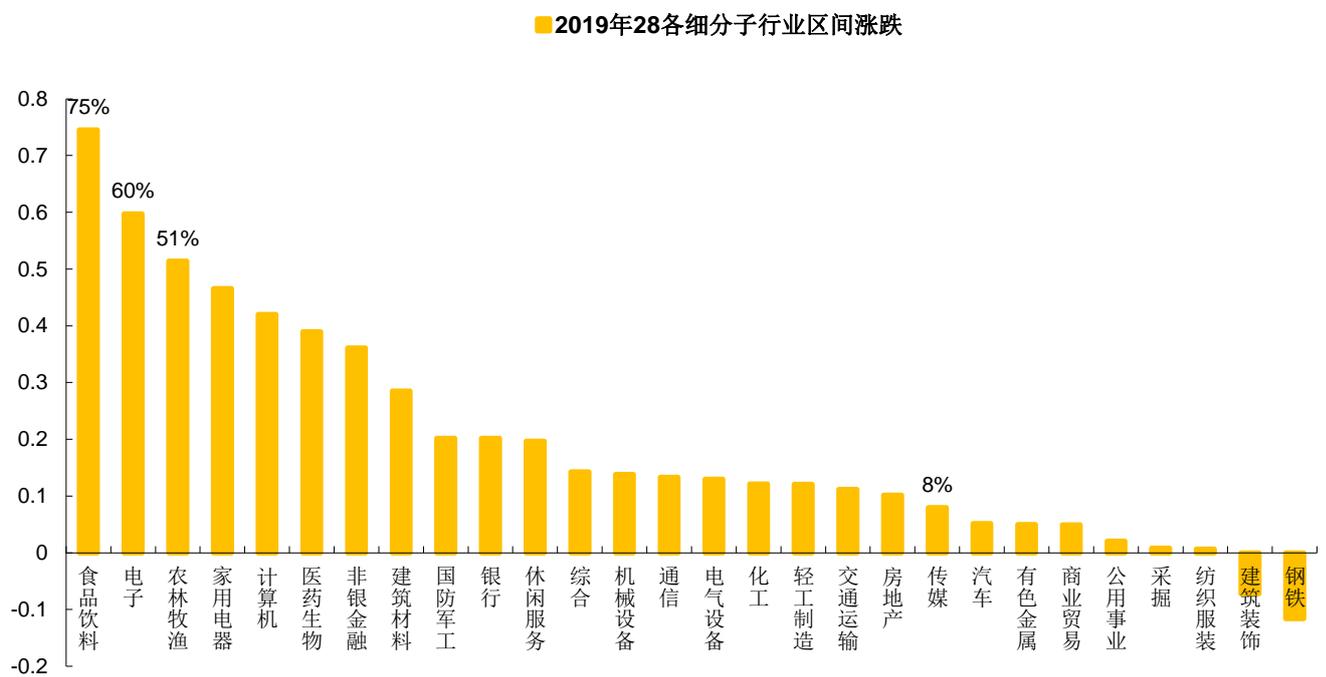
表 4: 预测 2020 年 1 月 25 日春节档头部影片票房.....	37
表 5: 2012-2021 年头部中外动画电影票房预计上映时间	38

1、2019 年行业总结

1.1、2019 年传媒板块涨幅 8% 近三年首次实现正增长

截至 2019 年 11 月 14 日，A 股 28 个细分子行业区间涨跌幅中，传媒板块涨幅 8%，食品饮料、电子、家用电器位居前三（分别为 75%/60%/51%），虽传媒板块区间涨幅位居行业排名尾部，但传媒板块在历经三年下跌后，在 2019 年首次实现 8% 正增长。

图 1：2019 年 28 个细分子行业区间涨跌幅

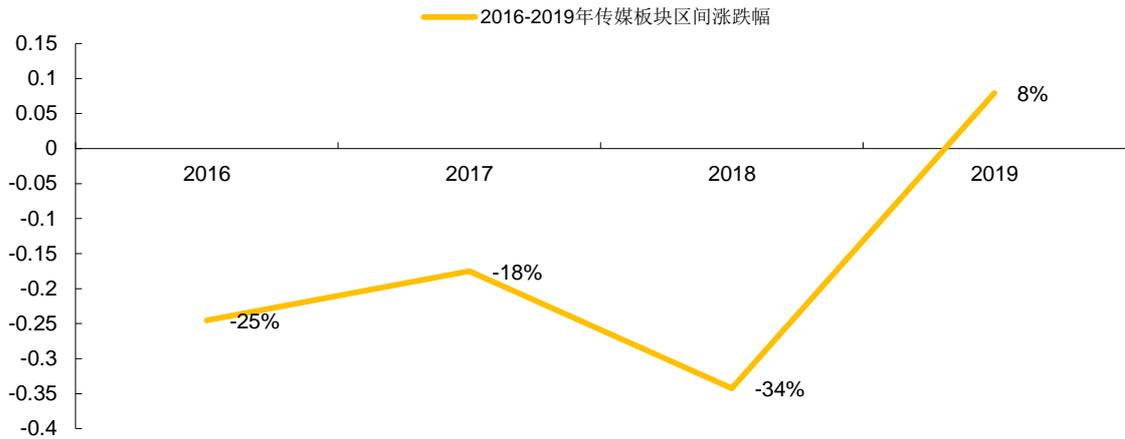


资料来源：wind 资讯、国海证券研究所

*时间段：2019 年 1 月 1 日至 2019 年 11 月 14 日

截至 2019 年 11 月 14 日，传媒板块在历经 2016-2018 年三年跌幅下，2019 年取得 8% 增长，板块逐渐回暖，2020 年有望持续。2020 年有望延续 2019 年的板块涨幅主要基于文化传媒板块经历三年洗牌，商誉因素影响渐微，企业优胜劣汰，移动互联网流量、人口红利均衰竭后，细分板块的头部种子选手凭借自身核心竞争力也初露锋芒。

图 2: 2016-2019 年传媒板块区间涨跌幅



资料来源: wind 资讯、国海证券研究所

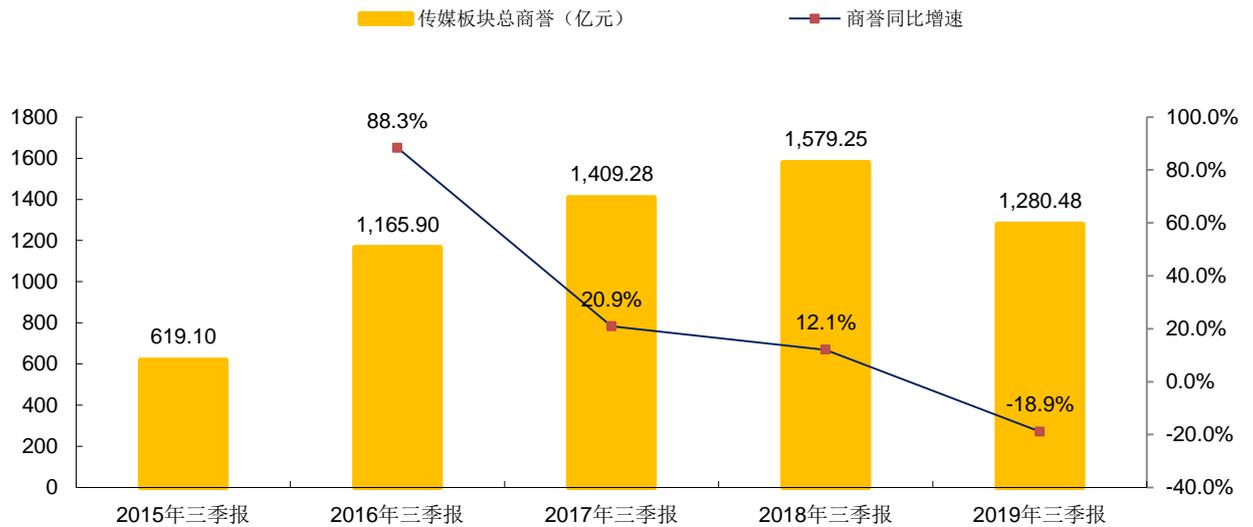
*区间: 当年 1 月 1 日至 11 月 14 日

1.2、2019 年文化传媒板块商誉影响因素渐低 2020 年重新出发

2018 年由于游戏版号暂停到重启致使涉及游戏业务传媒企业在 2018 年第四季度进行商业减值, 2018 年 12 月版号重启以来的 10 个月, 涉及游戏业务企业的业务渐恢复, 进而 2019 年第四季度进行商誉减值的企业数量也将有望减少。

2018 年第四季度传媒板块部分公司进行商誉减值后, 2019 年三季度板块商誉已经减少, 如下图, 文化传媒商誉高峰在 2018 年第三季度的 1579.25 亿元, 但商誉增速从 2016 年三季报的 88.3% 至 2019 年三季报的 -18.9%, 2019 年三季度传媒板块的商誉已减少至 1280.48 亿元, 2020 年对于部分细分行业头部企业将是重新出发年 (2018 年第四季度已进行商誉减值)。

图 3: 2015-2019 年商誉及同比增速



资料来源: wind 资讯、国海证券研究所

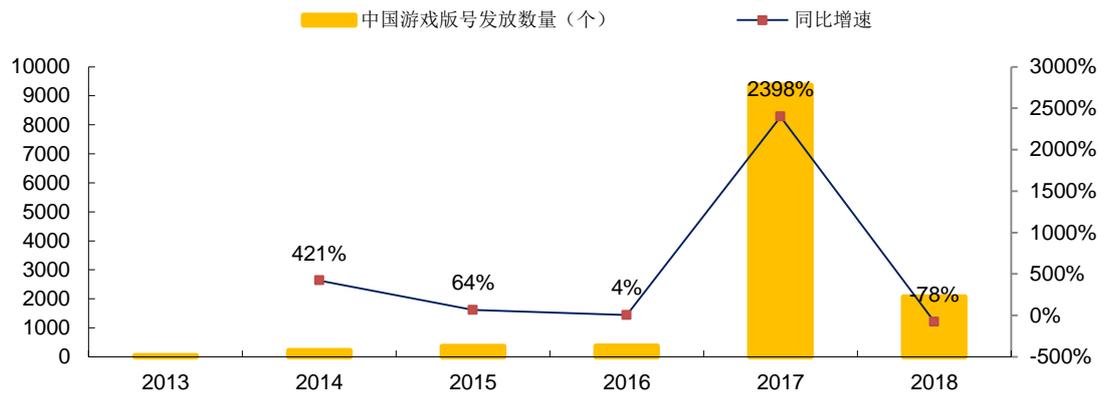
2、文化传媒各板块 2019 年总结

2.1、游戏板块总结: 2019 上半年游戏企业营收增速未现拐点向上

- 2018 年 12 月底-2019 年 10 月底, 中国游戏版号重启 10 个月后, 内容端, 棋牌没落, MMO 上位, 市场呈现马太效应, 资源集中向明星产品倾斜; 收入端, 游戏行业营收数据显示 2019 年上半年增速拐点向上, 但 A 股二级市场游戏企业营收未现收入增速拐头向上

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 年有 9368 款游戏获得版号 (如下图), 2018 年网络游戏版号发放受到限制, 游戏版号发放数量下降到 2064 款, 2018 年 12 月游戏版号重启, 80 款国产网络游戏审批信息在国家新闻出版广电总局官网上公示, 版号限发影响下的中国手游用户及市场发展下, 我们看到游戏企业的实际收入在缓慢恢复 (如下图)。

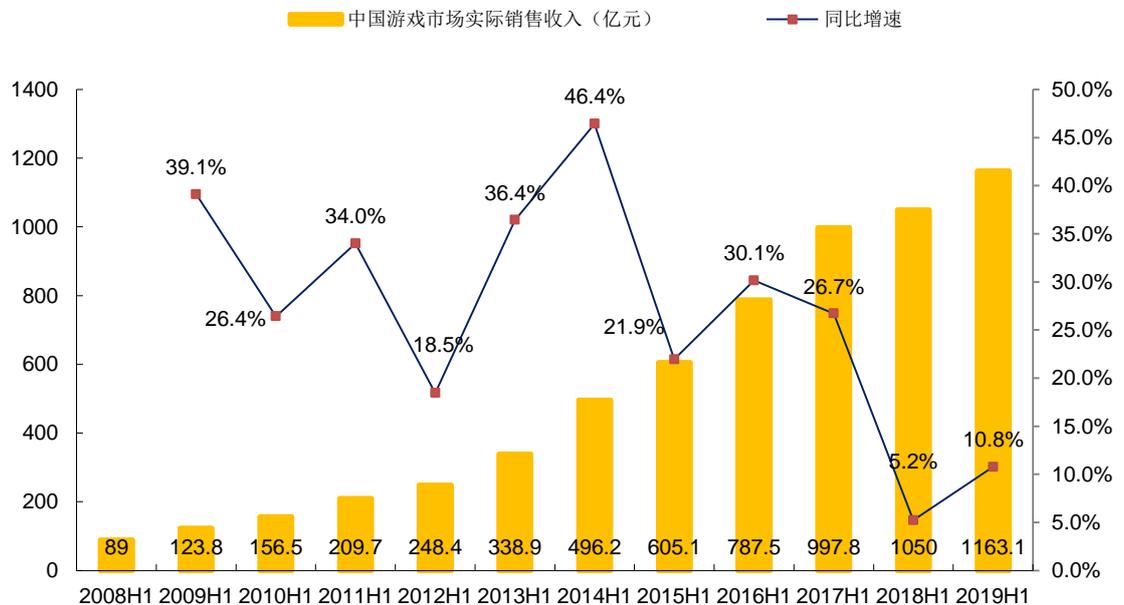
图 4：2013-2018 年中国游戏版号发放数量及同比增速



资料来源：广电总局、智研咨询、国海证券研究所

2019 年上半年游戏市场实际销售收入达到 1163 亿元,同比增加 10.8%,较 2018 年上半年的 5.2%增速已实现两位数增长且呈现向上拐点;但我们梳理 2015-2019 年上半年上市游戏企业 22 家中,营业收入从 2015 年上半年的 100.96 亿元增加至 2019 年上半年的 323.20 亿元,增速从 2015 年上半年的 78%下滑至 2019 年上半年的 14.2%,游戏企业的营业收入在 2019 年上半年暂未呈现增速向上拐点,同时,我们统计了游戏上市企业 2019 年第三季度的扣非后归母净利润增速,已达到 4.9%,也未呈现增速拐头向上。

图 5：2008 年-2019 年上半年中国游戏市场实际销售收入及同比增速

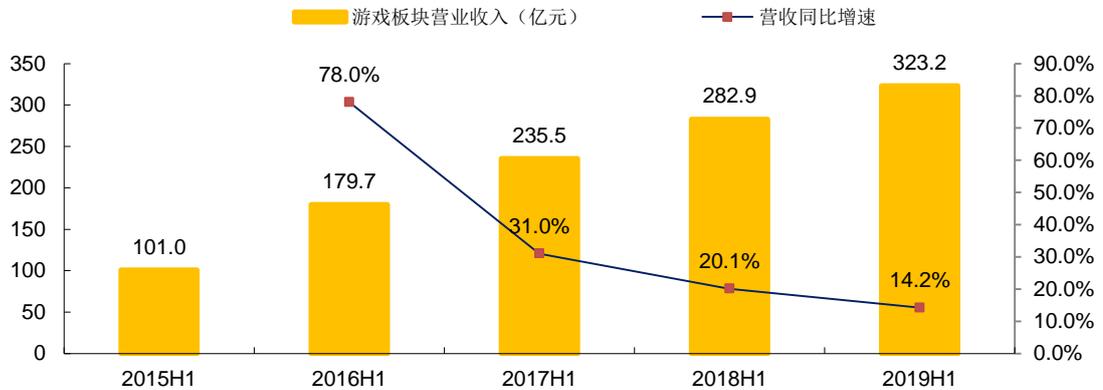


资料来源：伽马数据、国海证券研究所

游戏上市企业营收增速在 2019 年上半年未与行业营收增速趋同,如上图,2018 年-2019 年上半年游戏行业收入分别为 1050 亿元/1163 亿元,增速分别为 5.2%/10.8%;如下图,2018 年-2019 年上半年 A 股上市 22 家游戏企业的营收

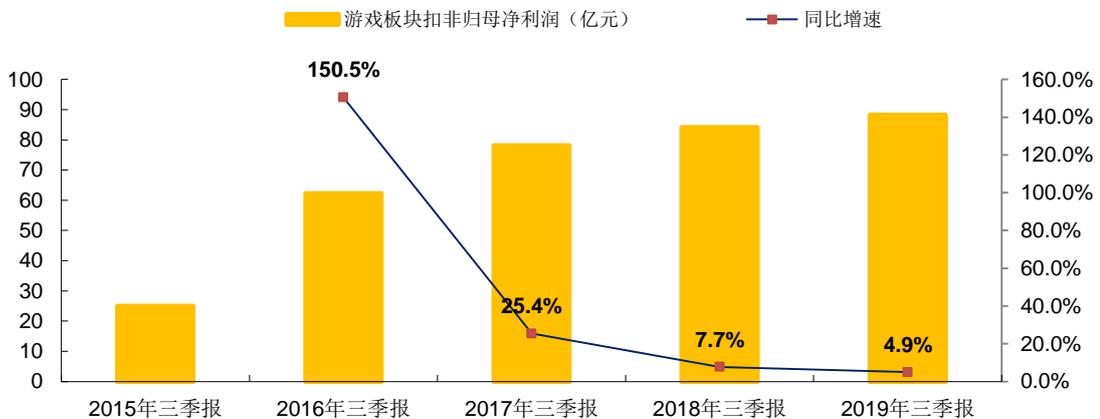
分别为 282.9 亿元/323.2 亿元，增速分别为 20.1%/14.2%，游戏行业数据增速在 2019 年上半年呈现拐点向上，上市的 A 股 22 家游戏企业营收在 2019 年上半年未呈现拐点向上走势；同时该 22 家 A 股上市游戏企业的 2019 年三季度扣非净利润增速未 4.9%，也未呈现增速拐点向上。

图 6：2015-2019 年上半年游戏板块上市企业营业收入及同比增速



资料来源：wind 资讯、国海证券研究所

图 7：2015-2019 年三季度游戏板块 22 家公司扣非归母净利润及同比增速



资料来源：wind 资讯、国海证券研究所

游戏版号“断粮”的十个月，直接导致游戏用户的减少，2019 年 6 月手游用户规模为 5.9 亿人，比去年同期减少了 5000 万，若以 2019 年年初未分水岭，游戏用户下降趋势明显。版号申报重启执行总量调控政策，每月版号发放数量进一步下降，棋牌类受到重大打击，限发前棋牌类获得版号占比为三分之一，限发后占比不足 2%。相对而言，MMO 以及益智类游戏过审较多，2019 年上半年益智类游戏中，雷霆互动以及创梦天地分别获得 16 款以及 8 款，远高于腾讯、网易、完美世界等企业。由于新游戏数量大幅减少，2018 年头部市场席位逐渐固定，流动性开始变差，市场呈现马太效应，资源集中向明星产品倾斜，高 DAU、高使用时长的重度游戏如 MOBA 的《王者荣耀》、战术竞技的《和平精英》均获得玩家倾斜，中小厂家面对外部版号压力以及其它娱乐形式如短视频的截流，突围

难度加大。

图 8：2017-2019 年中国手游榜单 TOP1 手游代表

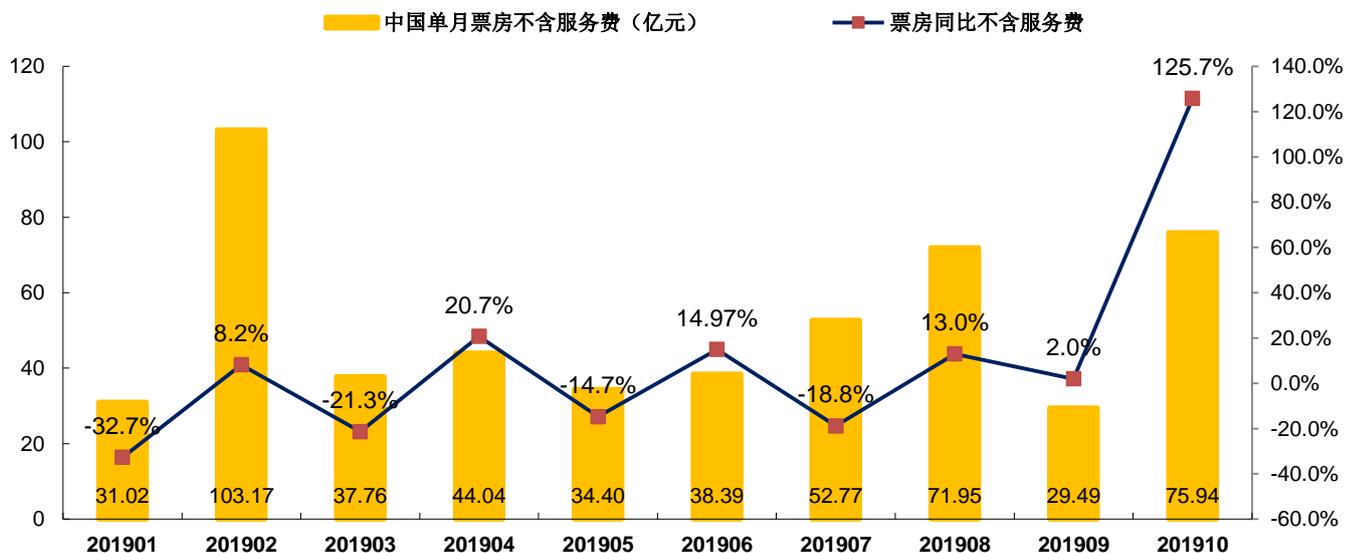


资料来源：Mobtech、国海证券研究所

2.2、电影院线板块总结：优质动画电影带来三四线观影人次提升 渠道下沉重启

行业端，2019 年前三季度分账总票房 442.99 亿元，同比减少 3%，单第三季度分账总票房 154.21 亿元，同比减少 2%，由于行业票房增速差强人意，院线 2019 年前三季度业绩未实现正向增速；内容端，2019 年暑假档不及预期，国庆档分账票房数创历史好成绩，贺岁未开始，2020 年春节档先热；国产动画电影带来的行业新希望，国产电影质量与票房双升。

图 9：2019 年 1-10 月中国单月分账票房及同比增速



资料来源：猫眼、国海证券研究所

截至 2019 年 10 月 31 日，前九个月分账票房呈现小幅波动走势，2019 年春节档总数可观达到 171.95 亿元，高基数效应下 2019 年一季度分账票房同比下滑 9.3%，随后 2019 年 3-6 月中未出现较大爆款电影带来的板块效应，6 月进入暑假档，7 月尾上映的动画电影《哪吒》带动 8 月分账票房增长，2019 年暑假档分账总票房 163.11 亿元，同比增加 0.7%，单部动画爆款电影未能拉动整个暑假档期，进入 2019 年国庆档，“三剑客”中的《我和我的祖国》《中国机长》分别贡献 10 月单月票房的 31.6%/31.1%，低基数叠加国产爱国电影质量提升共振下，2019 年 10 月分账票房取得 75.94 亿元，同比增加 125.7%（如上图），有望带来 2019 年第四季度的行业票房增长。

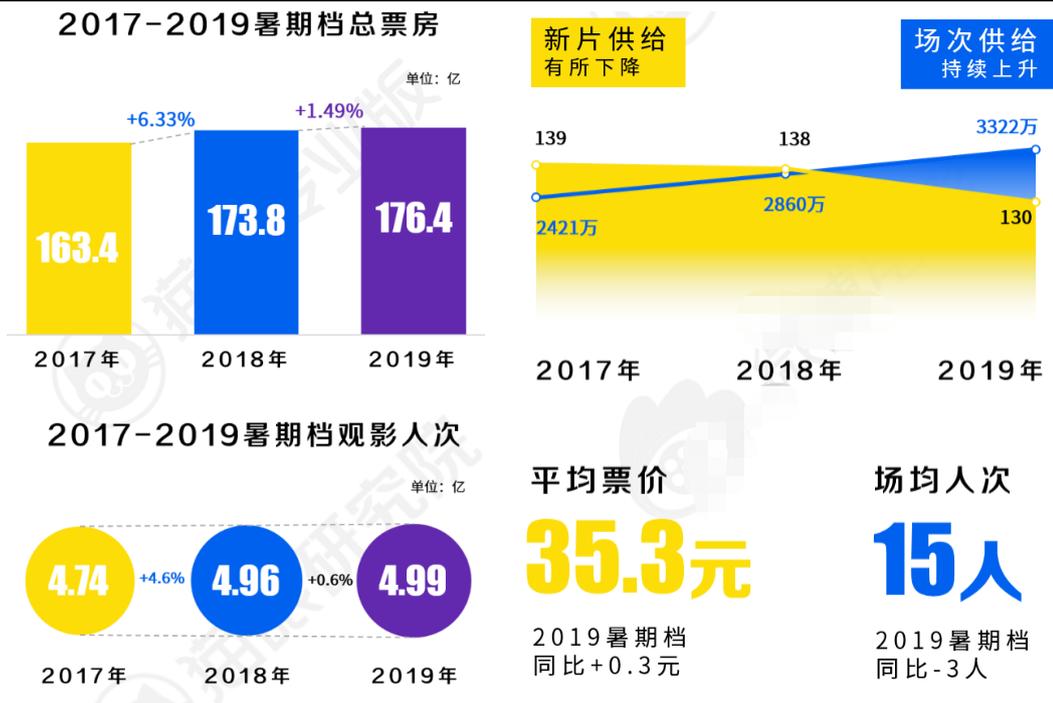
表 1：2017-2019 年 6-8 月暑假档票房及同比增速

	总票房 (亿元)	分账票房 (亿元)	分账票房同比增速
201706	39.20	36.88	
201707	50.42	47.29	
201708	73.22	68.97	
2017 暑假档	163.44	153.14	
201806	35.78	33.39	-9.5%
201807	69.66	64.99	37.4%
201808	68.35	63.67	-7.7%
2018 暑假档	173.79	162.05	5.8%
201906	41.61	38.39	15.0%
201907	57.07	52.77	-18.8%
201908	77.77	71.95	13.0%
2019 暑假档	176.45	163.11	0.7%

资料来源：猫眼、国海证券研究所

2019 年暑假档中，7 月分账票房跌幅较大拉低整体档期增速，动画电影《哪吒》（7 月 26 日上映），推动 2019 年 8 月分账票房单月增长至 13%。7 月底上映的动画电影凭借口碑传播带动 8 月观影人次增加，总体看 2018-2019 年暑假档 3 个月观影人次合计 4.99 亿与 2019 年的 4.96 亿次基本持平，平均票价 35.3 元，2019 年暑假档同比增加 0.3 元。

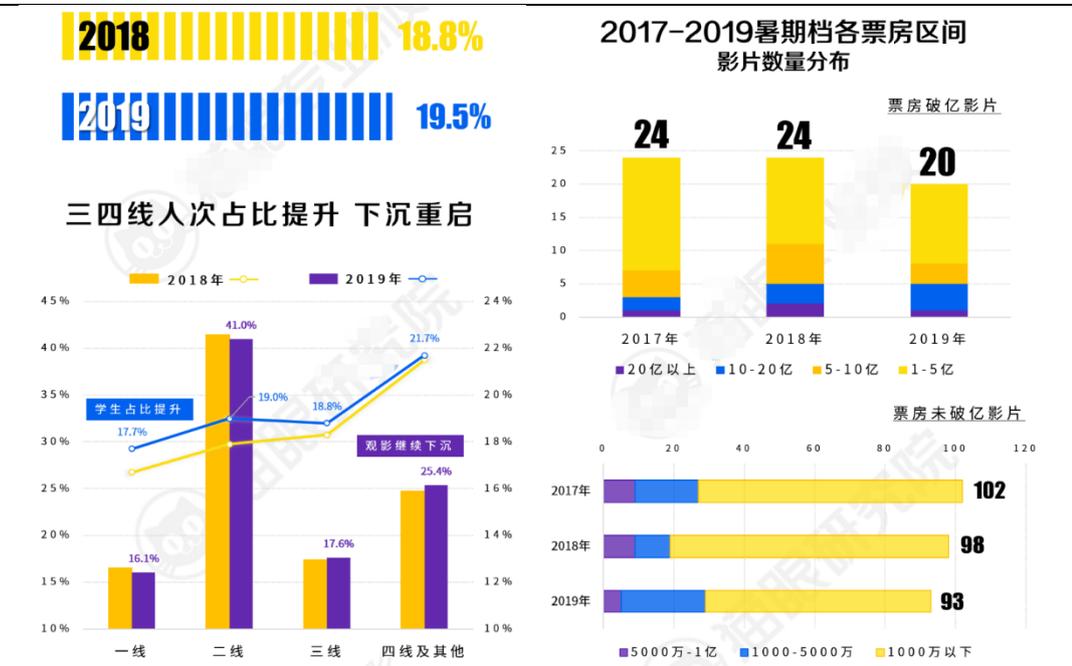
图 10: 2017-2019 年暑假档的总票房、观影人次、片单数、单价、人次变化



资料来源: 猫眼、国海证券研究所

爆款动画电影带动观影人次后也带来观影人群的微变, 30-34 岁人群成为观影助力 (合家欢); 同时 2019 年暑假档学生占比提升 (从 2018 年的 18.8% 提升至 2019 年的 19.5%), 三四线人次占比提升, 渠道下沉重启。

图 11: 2017-2019 年暑假档的总票房、观影人次、片单数、单价、人次变化

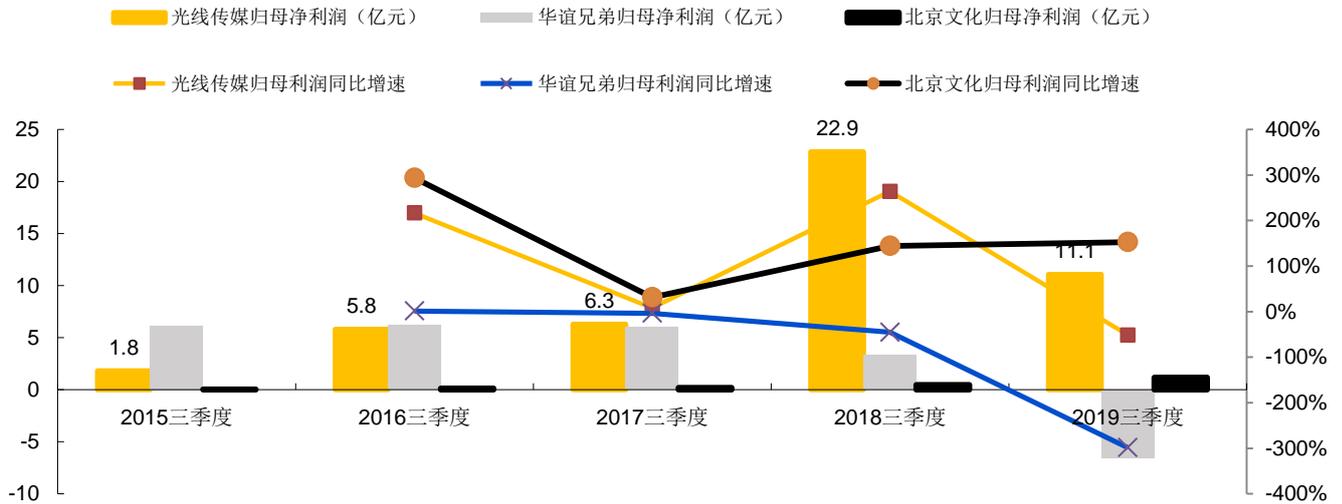


资料来源: 猫眼、国海证券研究所

公司端, 电影老牌头部企业深耕电影行业多年如光线传媒、华谊兄弟, 但由于电影项目制 (院线上映 1 个月窗口期) 下的实际票房收入具有较大不确定性的进而带来业绩波动较大。如下图, 北京文化借助投资《战狼 2》《流浪地球》获得较

大收益，进而业绩波动较大，但其业绩可持续性备受讨论，光线传媒在 2019 年 7 月 26 日出品爆款动画电影《哪吒》收益颇丰，华谊兄弟因前三季度电影项目未出现爆款下业绩不急预期。但老牌电影企业在电影内容端仍具有市场敏锐度，如光线传媒的《哪吒》出现也是基于对内容多年打磨后的练习成果。中国的电影市场仍需要好故事、好电影、2019 年政策因素影响较大，2020 年相对政策影响因素渐微，2020 年能持续贡献优质电影的头部内容公司有望迎来业绩修复。

图 12: 2015-2019 年三季度电影头部企业归母净利润及同比增速



资料来源: wind 资讯、国海证券研究所

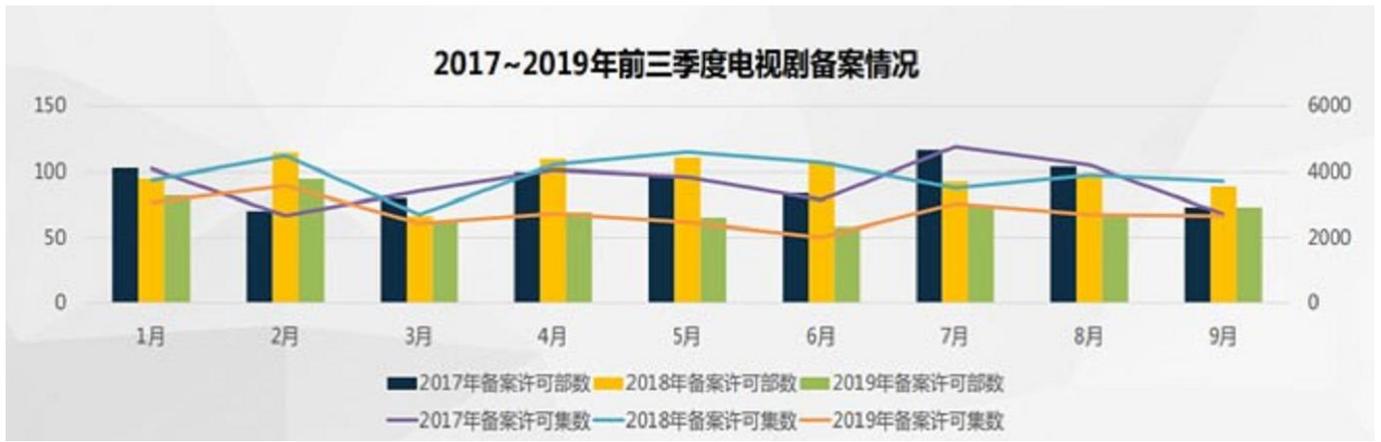
2.3、电视剧板块总结：备案总数下降 供给理性改观

2.3.1、电视剧行业角度：

行业备案总数下降，供给理性改观，现代题材电视剧展播提升，头部企业应收账款改善

据广电总局数据显示，中国电视剧行业在 2019 年的 1-9 月的电视剧备案、集数分别为 646 部、24597 集，较 2018 年同期（886 部/35209 集）减少 240 部、10612 集，分别同比下滑 27%/30%，且每月均有减少。其中，当代题材备案公示剧目占比近较多，古代题材占比较少。

图 13: 2017-2019 年前三季度电视备案情况



资料来源：国家广电总局、国海证券研究所

➤ 供给端：贴近现实的当代题材电视剧成为电视剧备案主流选择

2019年7月29日广电总局下发《关于做好庆祝新中国成立70周年电视剧展播工作通知》，甄选出86部剧目（例如《伟大的转折》《老酒馆》《陆战之王》等题材涉及军旅、谍战、科技、都市、职场、青春、励志、创业等较为多元），供全国各级电视台尤其省级卫视自8月起选购播出，发挥电视播出的影响力，献礼剧核心出发点是记录社会伟大变迁，真实呈现的同时充满正能量。“讲好中国故事”大背景下，贴近现实的当代题材电视剧成为电视剧备案主流选择，如下图，现代农村题材在2019年前三季度备案高于2018年同期，且新增现代涉案题材内容。相比之下，“限古令”以及治理“注水剧”台后使得古装剧进入调整以及优胜劣汰阶段，2019年前三季度古装据备案大幅减少。

图 14: 2018-2019 年前三季度现代（上）与古代（下）题材电视剧备案情况





资料来源：国家广电总局、国海证券研究所

- 需求端：2019 上半年独播剧占比 71% 二轮剧播出超过首轮剧 卫视收视 (3%) 增速超过央视 (-13%)

卫视对电视剧资源需求分化，独播剧在 2019 年上半年达到 71%，央视以及五大卫视的首播剧集均呈现下滑趋势，剧集排播更加理性，一线卫视如湖南卫视领跑。2019 年上半年卫视晚黄金档共播出 221 部电视剧，首轮剧 69 部，较 2018 年增加 1 部，二轮剧高达 155 部。整体收视小幅下滑，但卫视频道收视同比上升(2019 年上半年卫视收视份额同比增加 3%)且超过央视(2019 年上半年收视同比下滑 13%)。

图 15：2018 年上半年-2019 年上半年电视台首播剧数量（左），以及占比（右）



资料来源：国家广电总局、国海证券研究所

- 卫视端中一二线卫视梯队分化，湖南卫视领跑，二线卫视呈现扁平化

央视收视份额从 2018 年上半年的 30.333% 下滑 2019 年上半年的 26.44%，卫

视频道从 2018 年上半年的 26.88% 上升至 2019 年上半年的 27.72%。卫视端中一二线卫视梯队分化，二线卫视呈现扁平化，例如湖南卫视为代表的一线卫视周播剧占比高，收视占比从 2018 年的 1.02% 上升至 2019 年上半年的 1.21%，领跑行业收视，相比之下，浙江卫视、山东卫视在 2019 年上半年收视率分别为 0.89%/0.30%，深圳卫视 0.28%，二线中呈现扁平化趋势。

图 16: 2018 年上半年-2019 年上半年央视与地方卫视收视份额 (左)、2017-2019 上半年卫视收视率 (右)



资料来源: 国家广电总局、国海证券研究所

2.3.2、电视剧公司角度: 应收账款季节波动 其增加凸显下游较为强势 头部有望率先改善

影视剧 (特指电视剧) 主要集中在每年下半年特别是第四季度进行发行, 下游客户一般在影视剧播出结束后一段时间支付大部分款项, 进而公司年末应收账款余额较大。电视剧的发行和收款时点的时间差, 会导致应收账款余额的波动, 一方面应收账款增多带来现金流的波动进而潜在影响余下项目的进展; 另一方面, 应收账款增多也会带来潜在坏账的风险 (如下表, 三家代表企业的应收账款的坏账计提比例, 一年内坏账计提较低为华策影视 0.58%, 1-2 年坏账计提较高为慈文传媒的 10%, 2-3 年欢瑞世纪坏账计提比例较高达到 50%)。

表 2: 2019 上半年三家电视剧代表企业应收账款坏账计提比例

电视剧代表企业应收账款坏账计提比例			
	欢瑞世纪	华策影视	慈文传媒
1 年+	1%	0.58%	1%
1-2 年	5%	7.01%	10%
2-3 年	50%	30%	30%
3-4 年	100%	50%	50%
4 年+	-	91.22%	100%
4-5 年	100%	-	
5 年+	100%	-	

资料来源: wind 资讯、国海证券研究所

从 2015 -2019 年三季报五年维度看应收账款数据, 电视剧代表企业中应收账款增速在 2019 年三季度中均下滑 (如下表, 华策影视 2019 年三季度应收账款同比减少 38%, 慈文传媒同比减少 51%), 应收账款减少核心是影视剧回款增加,

也利于减少坏账风险。伴随电视剧企业从政策完善、优胜劣汰、“小散滥”制作机构逐渐得到治理，税务法制环境优化，资本热钱、政策加持与观众认可的内外因素加快了电视剧行业从数量规模增长的粗放型发展向质量品格提升的集约式发展转变。

从内部看，电视剧公司营收周期性波动较大的问题是普遍存在的，应收账款等也会带来现金流压力，由于项目收入确认均集中在三、四季度（2019年三季报中应收账款同比增速已下滑），我们预计2020年电视剧头部企业有望迎接业绩修复年。从行业角度看，从2018年到2019年广电总局宣传口对电视剧行业的总纲领性指导较为清晰，作为社会影响力较大的电视剧作品，头部企业已较好较早的创作符合纲领性指导的影视作品，经过2018年至2019年上半年的调整，头部企业已开始内部调整，其调整的结果也有望在2019年年底以及2020年逐步体现，财务数据有望较先得到改善。

表 3: 2019 上半年三家电视剧代表企业应收账款坏账计提比例

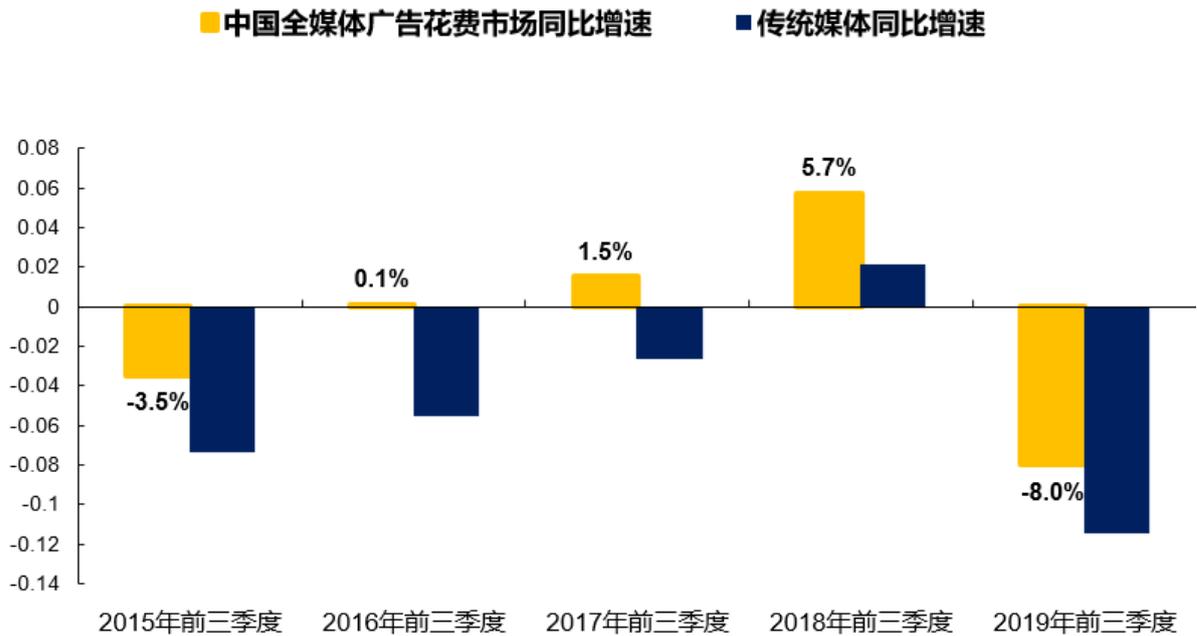
2019 年第三季度华策影视、慈文传媒、唐德影视等应收账款同比减少						
证券代码	证券简称	应收账款	应收账款	应收账款	应收账款	应收账款
		2015 三季	2016 三季	2017 三季	2018 三季	2019 三季
		亿元	亿元	亿元	亿元	亿元
300133.SZ	华策影视	14.09	21.53	30.27	44.16	27.30
	YOY		53%	41%	46%	-38%
000892.SZ	欢瑞世纪		0.03	5.29	18.28	16.41
	YOY		-	16539%	246%	-10%
002343.SZ	慈文传媒	5.33	7.62	9.59	17.65	8.65
	YOY		43%	26%	84%	-51%
300426.SZ	唐德影视	3.94	4.45	7.49	14.49	4.57
	YOY		13%	68%	94%	-68%

资料来源：wind 资讯、国海证券研究所

2.4、广告营销板块总结：2019 年前三季度广告市场整体下滑 8%

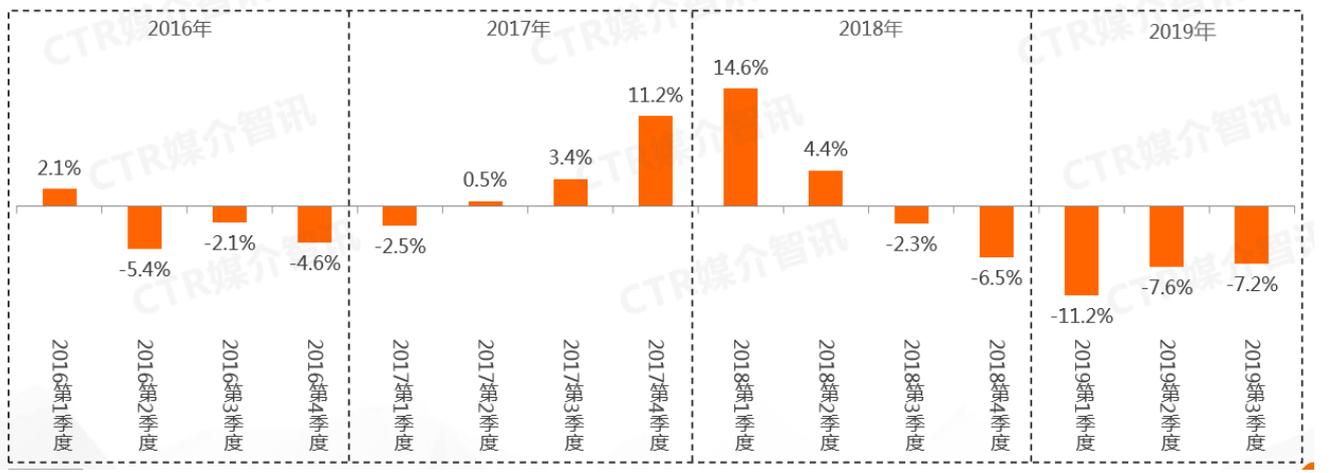
从行业端看，2019 年前三季度中国广告市场整体下滑 8%，经济环境影响下，广告主对 2019 年整体经济市场的信心有所波动。分类看，传统广告市场下滑 11.4%，传统媒体中，电视和广播媒体的刊例花费同比下滑 10.8%和 10.7%。平面媒体中，杂志媒体的刊例花费降幅有所收窄，同比减少 7.0%，报纸媒体的广告花费同比下滑 27.4%；传统户外媒体刊例花费降幅扩大到 19.8%。投放量较大的几类广告牌类型如候车亭广告、看板广告、站台广告等均呈现不同程度的花费缩减；户外生活圈媒体在今年也经历了花费增速减缓的态势，两大梯媒和影院视频媒体的广告刊例花费同比增长收缩到 5% 以下。

图 17: 2016-2019 年前三季度中国全媒体广告以及传统媒体广告同比增速



资料来源: CTR、国海证券研究所

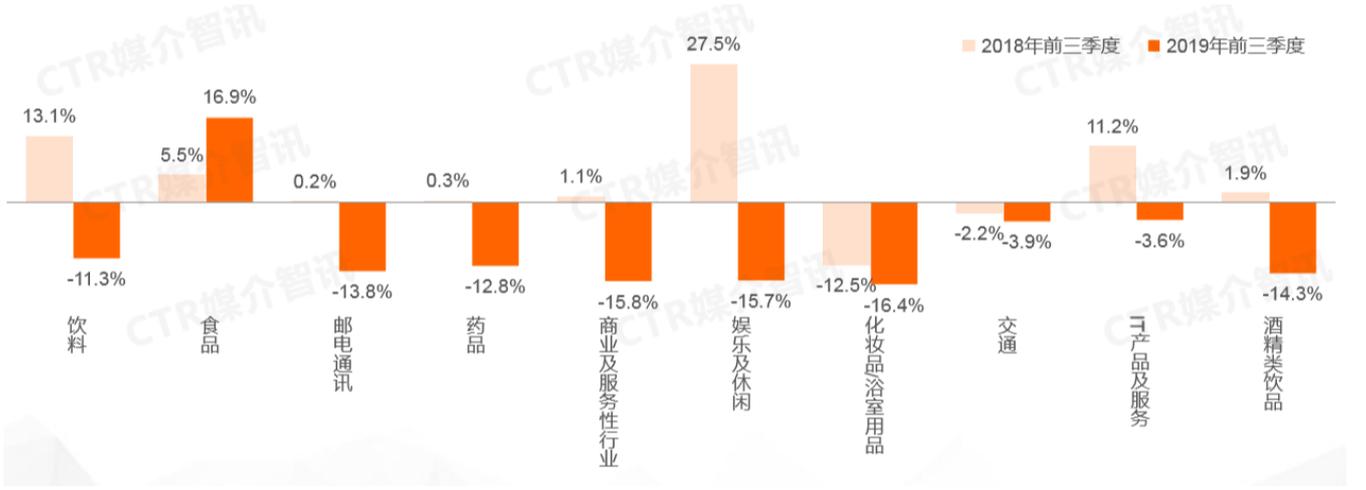
图 18: 2016-2019 年前三季度中国全媒体广告刊例花费同比增幅



资料来源: CTR、国海证券研究所

媒体端, 2019 年前三季度全媒体广告花费的前五行业由饮料、食品、邮电通讯、药品、商业及服务性行业组成, 其中食品行业的广告花费同比上涨 16.9%, 其他几个行业均有不同程度的下滑。从各头部行业所占的比重来看, 食品行业近两年在全媒体的广告花费比重持续上涨, 聚集各类零售百货、照相馆/婚纱照等服务性行业的商业及服务性行业挤掉化妆品/浴室用品行业跻身前五。药品行业在全媒体的广告花费占比持续下滑。

图 19: 2016-2019 年前三季度中国 TOP10 行业投行刊例花费同比增幅



资料来源: CTR、国海证券研究所

品牌端, 如下图, 2019 年前三季度的全媒体广告投放 TOP20 品牌榜单中, 有 11 个品牌花费同比下滑, 7 个品牌花费同比上涨。饮料和食品行业的品牌花费上涨居多, 康师傅以 941.8% 的增长居榜首。君乐宝、德芙、伊利等品牌均有不同程度的增长。同时, 榜中出现几个新面孔, 如铂爵旅拍、妙可蓝多等。

图 20: 2017-2019 年前三季度全媒体 TOP5 行业及花费占比 (上)、全媒体 TOP20 品牌榜单

2017年前三季度 TOP5行业及花费占比		2018年前三季度 TOP5行业及花费占比		2019年前三季度 TOP5行业及花费占比	
饮料	11.7%	饮料	12.7%	饮料	12.2%
邮电通讯	11.2%	邮电通讯	10.8%	食品	11.2%
药品	10.1%	药品	9.6%	邮电通讯	10.0%
食品	8.8%	食品	8.8%	药品	9.1%
化妆品/浴室用品	8.1%	商业及服务性行业	7.2%	商业及服务性行业	6.6%
50.0%		49.1%		49.2%	

- 2019年前三季度的全媒体广告投放TOP20品牌榜单中，有11个品牌花费同比下滑，7个品牌花费同比增长，妙可蓝多和铂爵旅拍在今年新增投放且投放量较大跻身榜单。



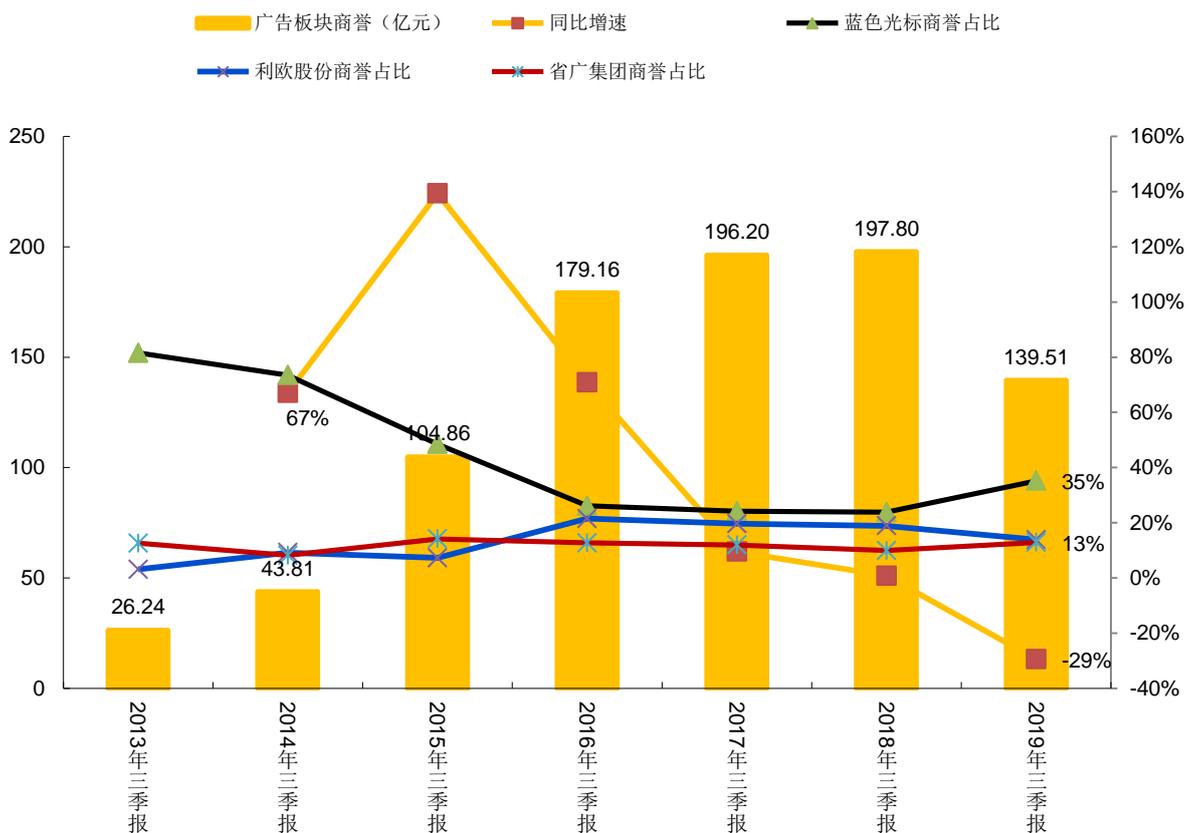
2019年前三季度全媒体刊例花费TOP20品牌

排名	品牌	同比增幅
1	康师傅	941.8%
2	伊利	4.9%
3	兰蔻	-4.3%
4	陈李济	-9.0%
5	养无极	-7.8%
6	妙可蓝多	New
7	君乐宝	122.2%
8	同溢堂	-40.1%
9	铂爵旅拍	New
10	蒙牛	-30.6%
11	成博士	>1000%
12	肯德基	-26.9%
13	葛洪	-53.6%
14	阿房宫	>1000%
15	德芙	46.9%
16	雅诗兰黛	-25.9%
17	欧莱雅	-3.5%
18	汤臣倍健	28.3%
19	鸿茅	-66.0%
20	王老吉	-32.0%

资料来源：CTR、国海证券研究所

从公司角度看，广告板块商誉从2013年第三季度的26.24亿元增加至2019年第三季度的139.51亿元，增速从2013年第三季度的67%增加至2019年第三季度的-29%，广告板块整体商誉增速下滑，但的那个头部企业中，蓝色光标、利欧股份、省广集团在2019年三季度商誉分别为49.1亿元/19.3亿元/17.9亿元，占广告商誉比例分别为35%/14%/13%，伴随广告行业整体收入增速的下滑，单个商誉较高的企业在2019年仍将伴随商誉减值的风险。

图 21：2013-2019 年三季度广告板块商誉及同比增速以及三家商业较高企业占比情况



资料来源：wind 资讯、国海证券研究所

2019 年图书板块中中信出版上市带动热度，下文将着重阐述图书知识板块在 2020 年的观点；广电板块在 2019 年 2 月开始，伴随行业 CCBN 峰会召开，全国一网整合预期高举高打，2019 年 6 月 6 日中国广电取得 5G 牌照后，各省广电均在摸索自有商业模式，临近年底，预期结果有望落地，2020 年中国广电的应用端可期。

3、2020 年展望：看好的板块聚焦在中国文化真内核

- 2020 年看专注、看融合、看中国文化真内核，主要体现在 5G 应用端（融媒体、云 VR、云游戏）、专注主业的图书知识与院线、融合端的超高清视频产业链

2020 年全面建成小康社会接棒 2019 年的新中国成立 70 周年，是“两个一百年”奋斗目标的第一个百年奋斗目标，全面建成小康社会，归根结底是为了实现人民对美好生活的向往，让人民群众拥有更多获得感、幸福感、安全感，全面建设惠及十几亿人口的更高水平的小康社会，使经济更加发展、民主更加健全、科教更加进步、文化更加繁荣、社会更加和谐、人民生活更加殷实。我们认为，在 2020 年，文化传媒板块可从聚焦中国文化真内核的出发点选择标的。

图 22: 2018-2022 年中国将开展的重要历史事件



资料来源: 首都影视发展智库、国海证券研究所绘制

3.1、5G 后端应用超高清视频产业链: 超高清视频 (大屏、云游戏、VR)、融媒体 (流媒体)

2019 年 2 月 28 日工业和信息化部、国家广播电视总局、中央广播电视总台三部门联合印发《超高清视频产业发展行动计划 (2019-2022 年)》的通知, 该行动计划指出根据我国超高清视频产业发展基础和实际, 加快推进 4K 产业创新和应用, 同时结合超高清视频技术发展趋势和产业发展规律, 做好 8K 技术储备。该行动计划的重点任务从突破核心关键器件、推动重点产品产业化、提升网络传输能力、丰富超高清电视节目供给、加快行业创新应用和加强支撑服务保障等 6 大方面部署。

图 23: 新闻联播播出行动超高清视频产业行动计划内容



资料来源: 广播电视总局、新闻联播截图、国海证券研究所

《超高清视频产业发展行动计划（2019-2022年）》指出，按照“4K先行、兼顾8K”的总体技术路线，推进超高清视频产业发展和相关领域的应用，文件指出，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。硬件端，2020年4K电视终端（符合HDR、宽色域、三维声、高帧率、高色深）销量占电视总销量的比例超过40%；渠道端，中央广播电视总台和有条件的地方电视台开办4K频道，不少于5个省市的有线电视网络和IPTV平台开展4K直播频道传输业务和点播业务；内容端，实现超高清节目制作能力超过1万小时/年；用户端，4K超高清视频用户数达1亿。

图 24:《超高清视频产业发展行动计划（2019-2022年）》发展目标

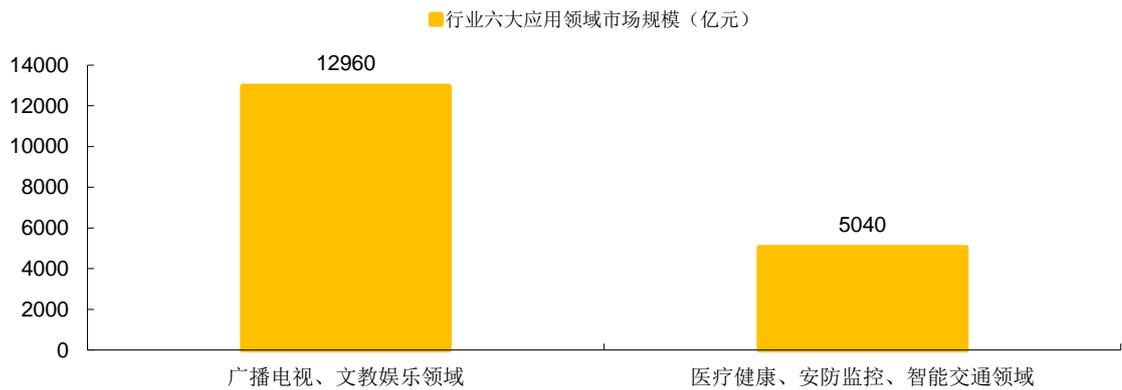
按照“4K先行、兼顾8K”的总体技术路线	
第一阶段：到2020年	第二阶段：到2022年
<p>① 标准：4K摄像机、监视器、切换台等采编播专用设备形成产业化能力，建立较为完善的超高清视频产业标准体系；</p> <p>② 硬件端：4K电视（高动态范围HDR+宽色域+三维声+高帧率+高色深）终端销量占电视总销量比例超过40%；</p> <p>③ 渠道端：中央广播电视总台+有条件的地方电视台开办4K频道，不少于5个省市的有线电视网络和IPTV平台开展4K直播频道传输业务和点播业务；</p> <p>④ 内容端：实现超高清节目制作能力超过1万小时/年；</p> <p>⑤ 用户端：4K超高清视频用户数达1亿；</p> <p>⑥ 目标：在文教娱乐、安防监控、医疗健康、智能交通、工业制造等领域开展基于超高清视频的应用示范；</p>	<p>① 标准：CMOS图像传感器、光学镜头、专业视频处理芯片、编解码芯片等核心元器件取得突破，8K前端核心设备形成产业化能力；</p> <p>② 硬件端：4K电视终端全面普及，8K电视终端销量占电视总销量比例超过5%；</p> <p>③ 渠道端：4K频道供给能力大幅提升</p> <p>④ 内容端：实现超高清节目制作能力超过3万小时/年，开展北京冬奥会赛事节目8K制播试验；</p> <p>⑤ 用户端：超高清视频用户数达到2亿；</p> <p>⑥ 目标：在文教娱乐、安防监控、医疗健康、智能交通、工业制造等领域实现超高清视频的规模化应用。</p>

资料来源：工信部、国海证券研究所

在应用领域，主要有6大板块。超高清视频产业将主要有6大产业环节，行业应用环节在2022年预计达到1.8万亿元，其中**文教娱乐领域中**，超高清视频和3D声效结合将显著提高临场感，和VR/AR结合能带来更真实体验，可应用于游戏、影视娱乐、体育赛事直播、艺术等场景，进而，**预计2022年，我国超高清视频在广播电视和文教娱乐行业应用市场规模有望达到1.3万亿元（占比72%）。**

进而带来内容与渠道市场空间提升，央视与广电有望齐发力。央视将作为国家4k推进者，2018年拉开4K高清发展序幕后，预计2019年1月-2020年6月央视将逐步完成3-5个频道4K超高清制播系统的建设；地方上如南方新媒体（新媒股份）、贵广网络、湖北广电、东方明珠、华数传媒在超高清视频产业链的布局以及4k频道的进展均是广播电视、文教娱乐市场发展的重要入口。

图 25: 预计 2022 年行业应用领域中两大部分应用市场组成

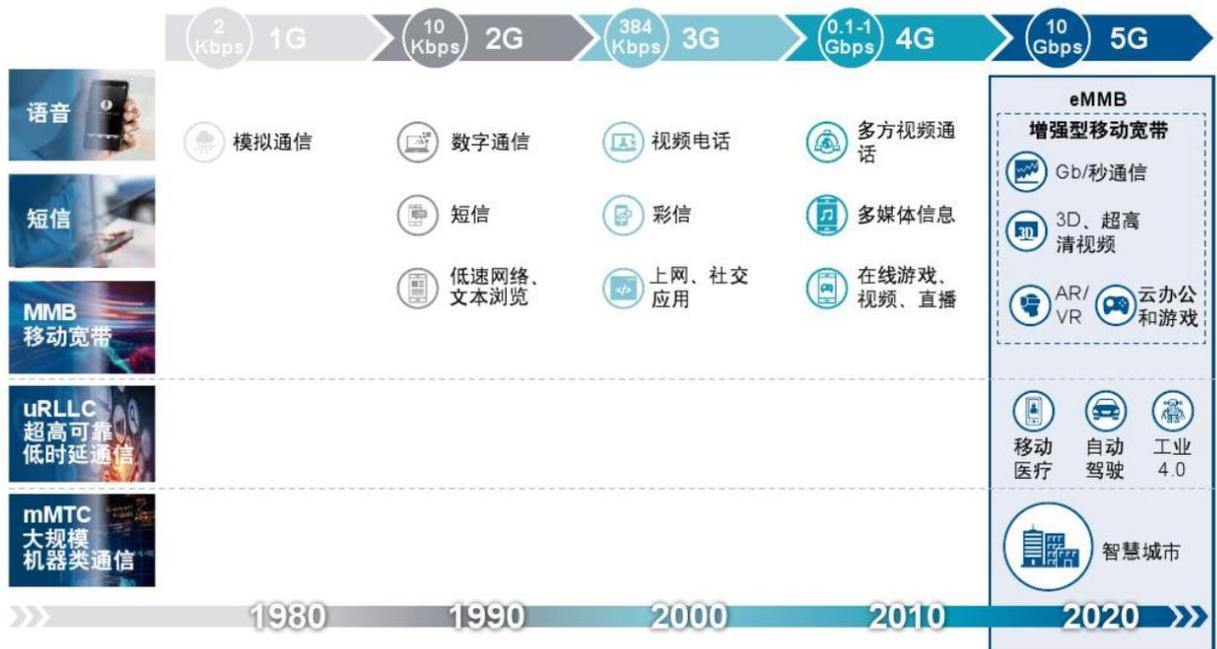


资料来源: CCID、国海证券研究所

超高清视频产业链的商业价值体现离不开 5G 技术的应用, 2020 年也将开启 5G 应用年。

无线通信从以语音为主的 2G 时代, 发展到以数据为主的 3G/4G 时代, 目前正在步入万物互联的 5G 时代。2019 年 6 月 6 日, 5G 牌照的发放, 我国正式进入 5G 商用元年。5G 以全新网络架构, 提供 10Gbps 以上的带宽、毫秒级时延、超高密度连接, 实现网络性能新的跃升

图 26: 1980-2020 年 1G 到 5G 下的应用趋势变化

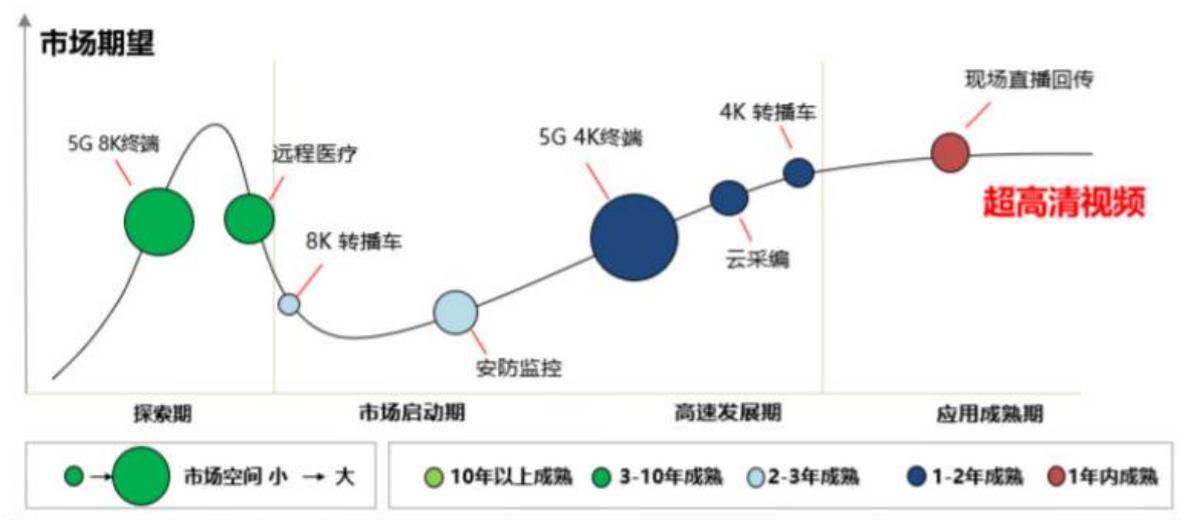


资料来源: Roland Berger、国海证券研究所

4G 技术无法支撑超高清视频传输。超高清视频分辨率要达到 4K/8K, 且帧率要达到 50 帧以上, 图像采样比特数提升到 10 比特, 同时图像增加 HDR 标准, 对带宽的需求在几十兆到上百兆, 多屏同传等创新应用的带宽需求再增加数倍, 当前 4G 网络的平均用户体验速率仅为 20-30Mbps, 已无法满足要求。在 4G 通信

时期，超高清视频、VR 全景视频等大数据量视频主要以硬件存储本地播放的形式存在，传播不便捷，用户数量较少，难以形成大规模产业。5G 的大带宽、低时延特性解决了超高清视频等大带宽业务传播的技术问题，推动了行业的发展。超高清视频应用正成为现阶段运营商及 5G 商用相关方探索的亮点，有望成为 5G 前期部署的主要应用场景和业务拉动的重要驱动力；其中，游戏行业的下一个竞争动力集中在云计算，进而拥有云基础设施和运营成本效益的公司，凭借其规模大、效率高的服务交付能力才有可能在游戏行业的下一波浪潮中赢在起跑线，据华为 ilab 数据现实 2020 年 ARVR 游戏的用户规模将达到 7000 万，取得 69 亿美元软件营收。我们看好 5G 领域第一应用超高清视频产业链中的大屏、云游戏、云 vr/ar。

图 27：超高清视频应用成熟度曲线（上）、2017-2025 年全球 VR 游戏市场规模



资料来源：CAICT、华为 ilab、国海证券研究所

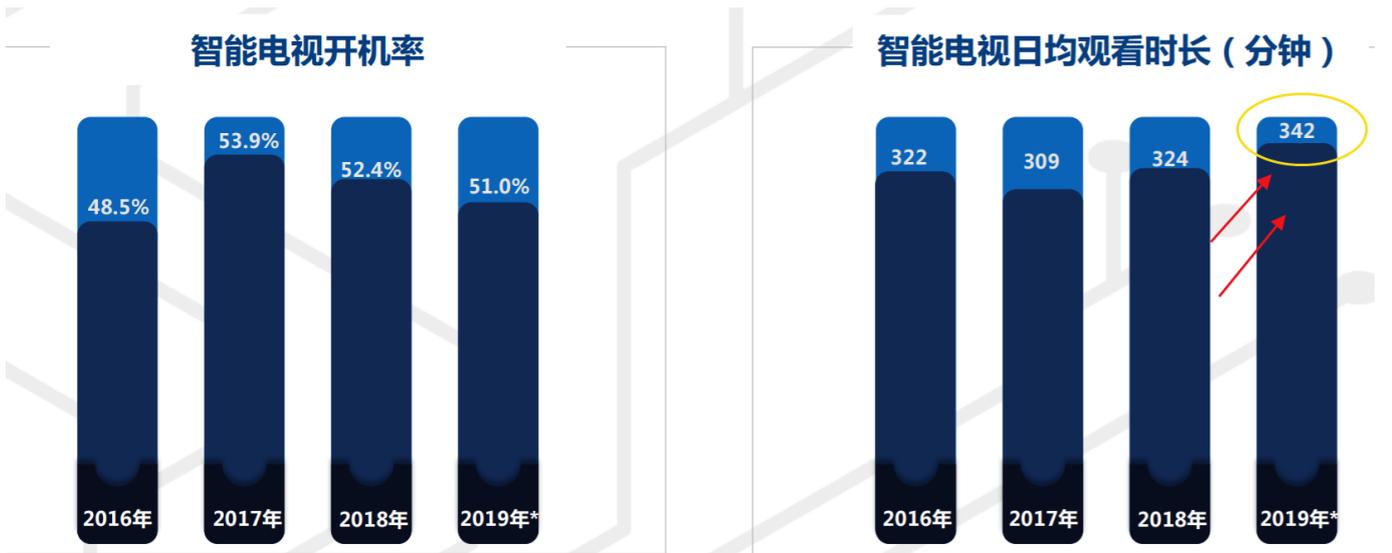
3.1.1、超高清视频（大屏：智慧屏 新物种-New TV /OTT 价值再放大）哪里有用户 哪里有商业价值

电视为大众服务已近百年，技术推动下从硬件设备、传输方式、节目内容、功能

服务到商业模式均在不断演变。2011-2019 年电视再不断演变中仍是家庭核心媒介渠道，从单向传播为主到双向智能的人机互动。

从 5G 角度，智能家庭大屏使用场景将更加丰富。从 OTT 营销行业看，广告主对 OTT 关注度有望大幅提升，未来 OTT 家庭营销趋势也有望嫁接大数据为基础进行标签化定向投放。在智能大屏广告投放方面如汽车类、品牌消费品类陆续加入大屏营销之列。如下图，用户的智能电视日均观看时长从 2018 年的 324 分钟提升至 2019 年的 342 分钟，哪里留住了用户时间，哪里商业价值才会凸显。

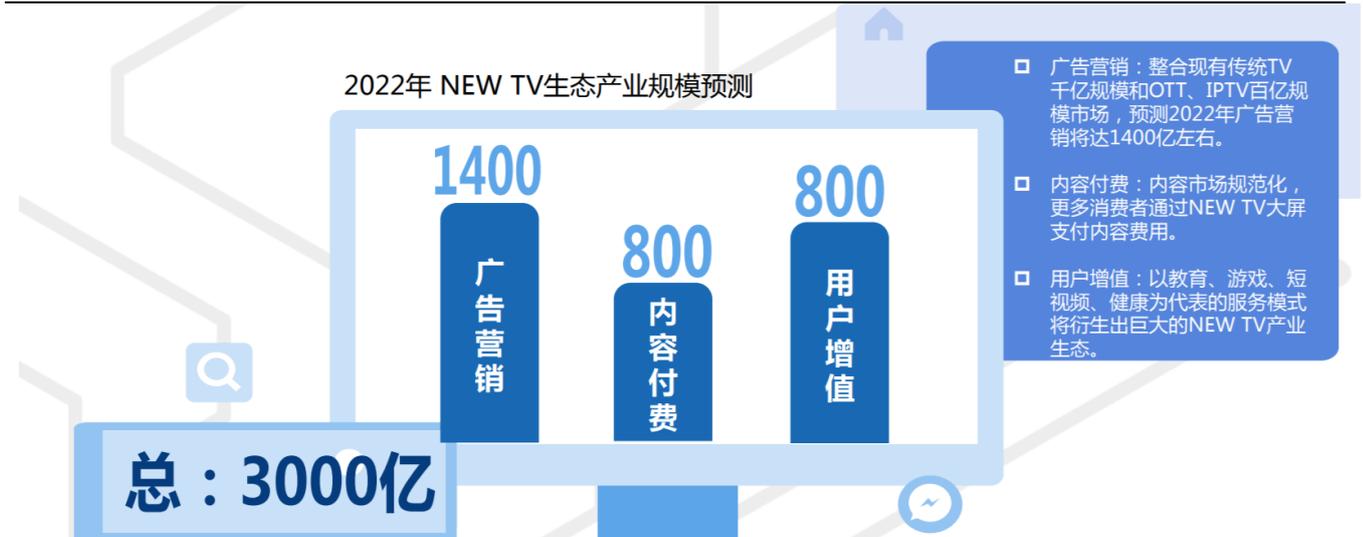
图 28：2016-2019 年智能电视开机率及日均观看时长



资料来源：酷云大数据、miaozen system、国海证券研究所

2022 年 New TV 智能电视产业规模有望达到 3000 亿元，其中，广告营销（整合现有传统 TV 千亿规模及 OTT/IPTV 百亿规模）将达到 1400 亿元，内容付费（内容市场规范化后带来用户内容支出增加）将达到 800 亿元，用户增值（以教育、游戏、短视频、健康为代表的服务模式将衍生产业生态）将达到 800 亿元。预计 2022 年 5G 将驱动智能电视应用及内容进化，同时，5G 传输速率、传输安全的优势将促使大屏在同一网络不仅可连接电视终端，也可连接其他人工智能、智能家居终端，为大屏除观看之外拓宽用户路径。5G 有可能打破内容分发模式，从物理网络入户+终端连接的内容传输模式，到自带 5G 模块的终端直接联网，将 DTV、IPTV 和 OTT 为代表有线电视网、电信网和互联网的三种模式合并，换言之，5G 真正带来的是激活智能电视的平台潜在价值。

图 29：2022 年预计智能电视生态产业规模



资料来源：miaozhen system、国海证券研究所

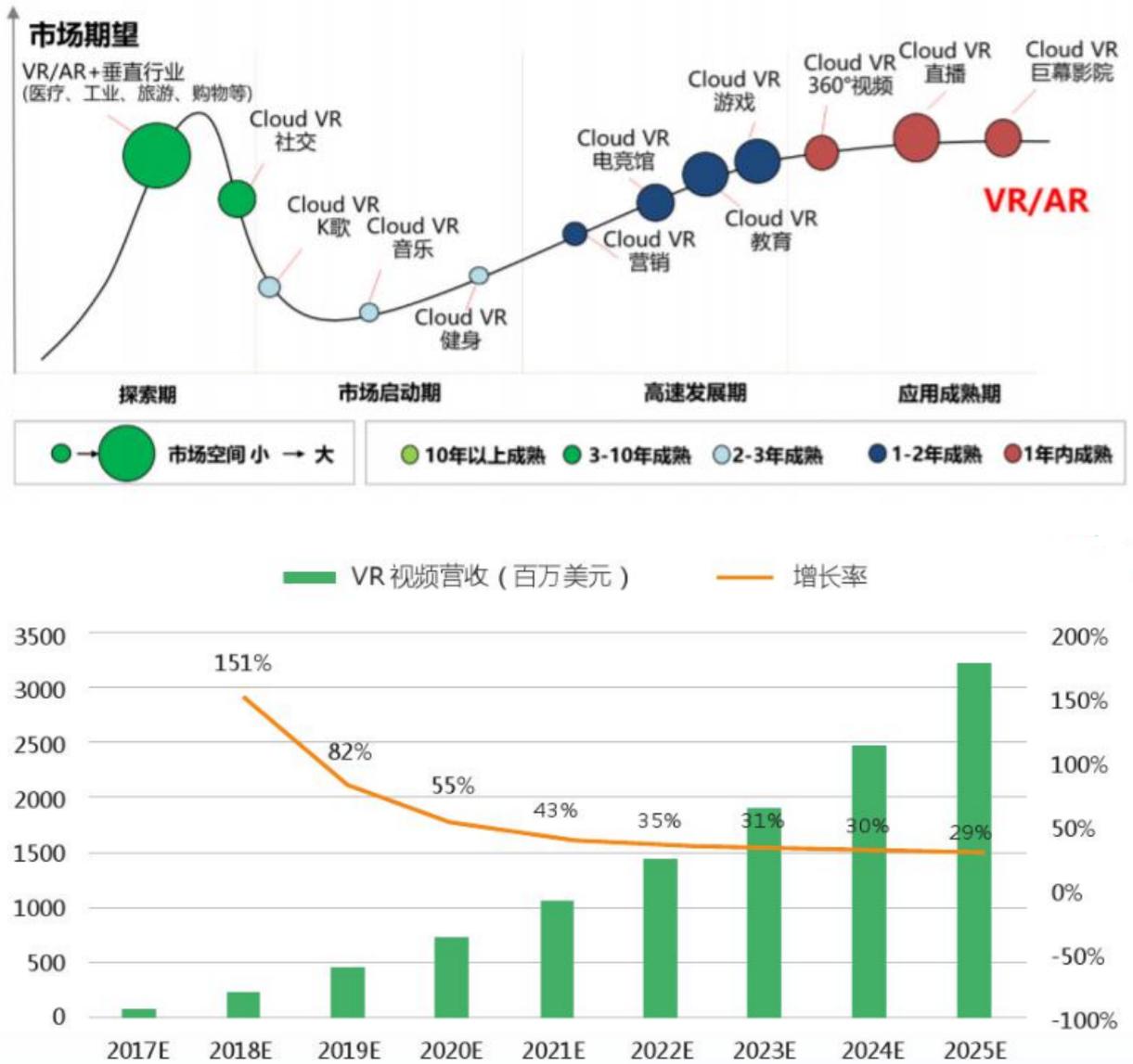
3.1.1、超高清视频（云游戏/云 VR）

5G 应用在超高清视频产业链中，云游戏/云 VR 也将是其产业链中重要应用环节。VR（Virtual Reality 虚拟现实）发展可分为初级沉浸、部分沉浸、深度沉浸、完全沉浸阶段，更高的发展阶段对传输带宽与时延要求更高，既要画质好，又要交互快，沉浸体验层次也更高

当前以 HTC VIVE 等为代表的高品质 PC VR 设备，基于本地处理，其配置套装价格高达数千乃至万元，制约 VR 的普及。5G 云 VR 通过将 VR 应用所需的内容处理与计算能力置于云端，可有效大幅降低终端购置成本与配置使用的繁复程度，保障 VR 业务的流畅性、沉浸感、无绳化，有望加速推动 VR 规模化应用。在 5G 云 VR 的架构下，VR 内容处理与计算能力驻留在云端，更易于便捷适配各类差异化的 VR 硬件设备。同时，针对高昂虚拟现实内容制作成本，5G 云 VR 有助于实施严格的内容版权保护措施，保护 VR 产业的可持续发展。

Cloud VR 视频规模预计在 2025 年将持续释放市场潜力，预计在 2025 年 VR 娱乐视频用户达到 7500 万，应用受益达到 32 亿美元，行业巨头已经逐渐在布局云 VR 视频内容。

图 30: VR/AR 应用成熟度曲线(上)、全球 VR 视频时长规模



资料来源: CAICT、华为 ilab、国海证券研究所

3.1.2、融媒体(流媒体,从海外看国内): 用户规模的扩大而提升商业价值,再从广度到深度货币化

2019 年三季度中国头部视频平台腾讯视频、爱奇艺付费用户分别达到 1.002 亿人/1.058 亿人,增速分别为 22%/31%,头部视频平台的付费用户持续增加,视频平台上游为分散内容(从外购到自制),下游为用户(B 端是广告,C 端是用户)的货币化通道,视频平台的商业价值是伴随用户规模扩大而提升。用户规模的扩大取决于差异化内容,中国本土融媒体代表芒果 TV 的广告收入增速也得益于差异化特色内容而成为头部视频平台重要一极。

图 31: 此 2019 年三季度爱奇艺、腾讯视频付费会员及同比增速

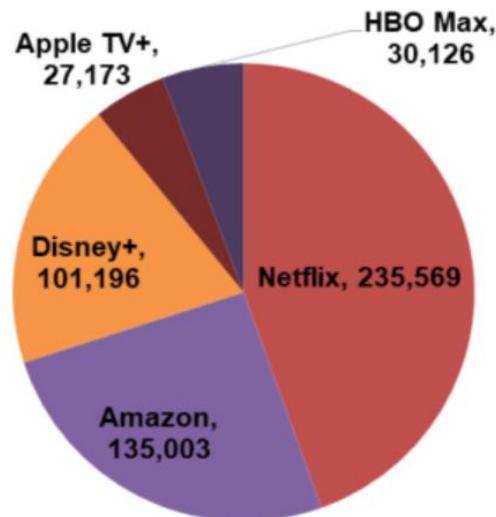


资料来源: 央广网、it之家、爱奇艺财报、腾讯财报、国海证券研究所绘制

从海外看, 未来五年, 美国五大流媒体全球付费用户预计达到 5.29 亿人, 其中 Netflix 为 2.36 亿人、Amazon 为 1.35 亿人、Disney+为 1.01 亿人、Apple TV+ 为 0.27 亿人, Hbo Max 为 0.3 亿人, 海外巨头抢占流媒体赛道下, 中国凭借其人口优势、内容优势, 未来五年也将是头部企业如芒果超媒 (芒果 TV) 等产业链将有望受益。

图 32: 美国前五大流媒体预计 2025 年全球订阅用户 单位: 千人

Subscribers by global SVOD platform in 2025 (000)



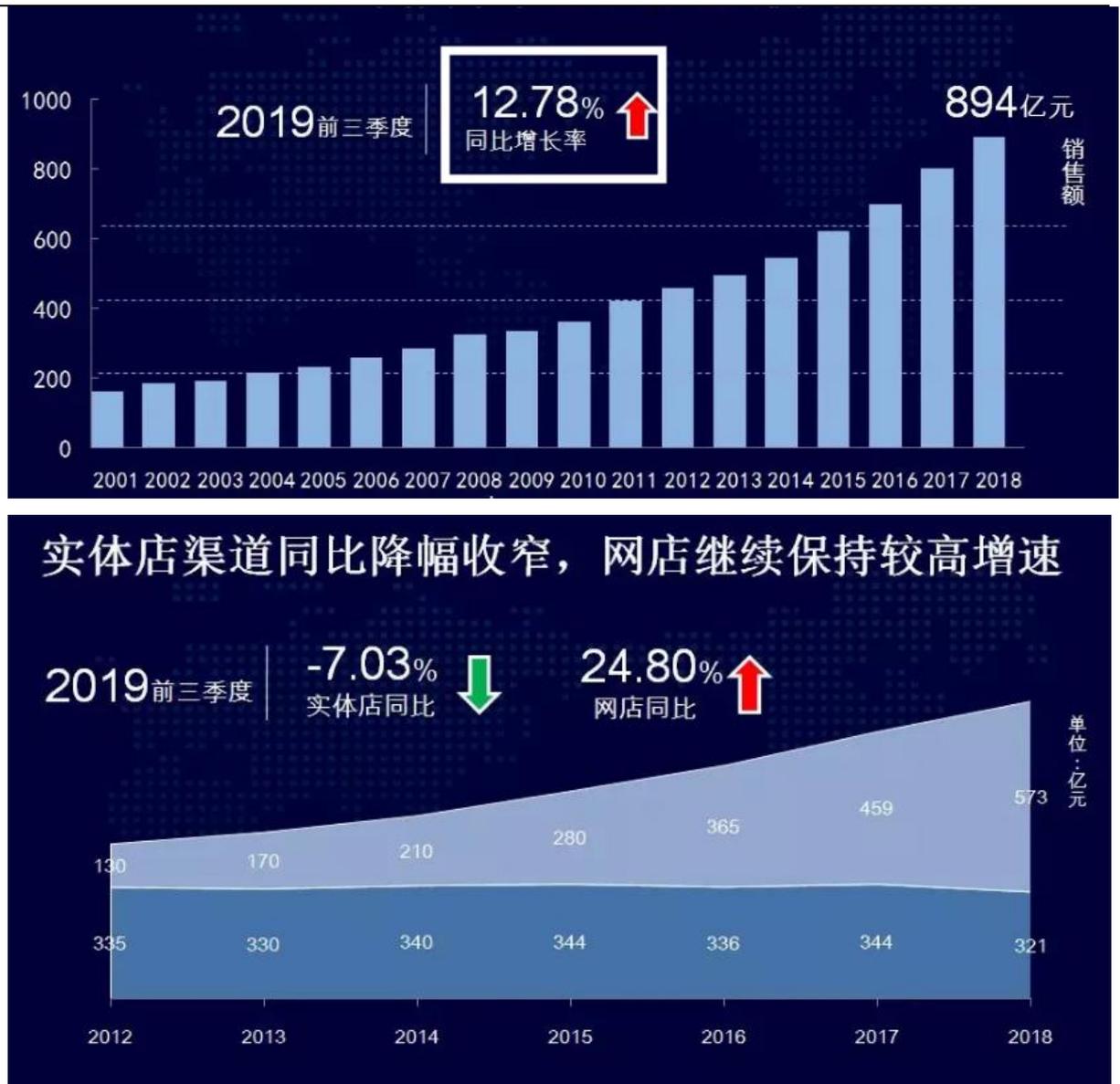
资料来源: Digitaltv、国海证券研究所

3.2、知识图书板块: 中国文化真内核之一读好书破知识媒介

- 用户群体扩大及渠道下沉带来图书知识市场新增量，图书知识媒介可纸质、可数字、也可视频及音频

2019年7月12日开卷发布图书行业零售数据，2019年上半年中国图书零售市场达到232.73亿元，同比增加10.82%，连续三年图书零售市场码洋增速超过10%。2019年10月18日开卷数据显示，2019年1-9月中国整体图书零售市场同比增长率为12.78%，依然保持正向增长。将线上线下渠道拆分来看，实体店负增长较上半年继续放缓，但仍呈现较大的负增长，同比增长率为-7.03%；而网店增速在上半年基础上小幅提升，达到24.8%，继续强势拉动整体市场增长（如下图）。

图 33: 2019 年 1-9 月中国图书零售市场总规模（上）、实体与网店增速（下）



资料来源：开卷、国海证券研究所

少儿类仍是目前零售市场中份额占比冠军，码洋比重为26.05%，其在2019年1-9月的码洋比重较去年同期上升0.98个百分点。其次是教辅和文学类，码洋比重分别为17.42%和9.97%，教辅类的码洋比重较去年同期上升0.19个百分

点，文学类下降 1.58 个百分点。心理自助类的码洋比重上升最多，增加 2.1 个百分点。

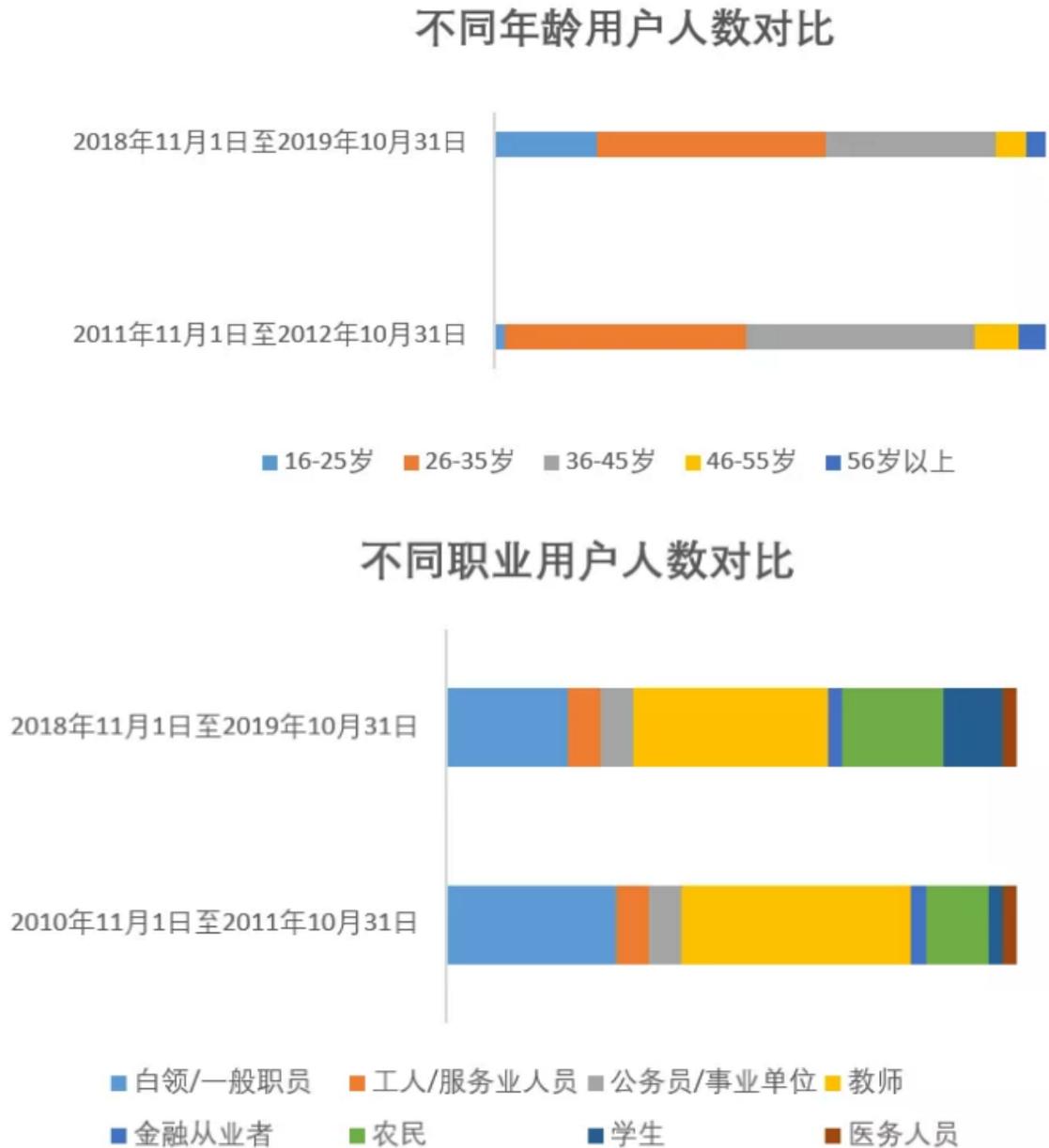
图 34: 2019 年前三季度大众图书不同细分市场码洋比重结构图



资料来源：开卷、国海证券研究所

线上平台数据显示 2010-2019 年中国图书增量数据来自用户年轻化+下沉化。2019 年 11 月 1 日，京东图书 9 岁之际，线上平台的媒介也在影响图书板块，从用户端看，从起点的 2010 年年底至 2011 年年底，京东图书线上平台用户画像主要来自一二线的高学历的稳定工作的男性，9 年维度，用户从男性扩展至女性，女性用户增加 18 倍(男性增加 12 倍)，男女用户占比基本持平。2010-2019 年，15 岁以下用户增长 170 倍，16-25 岁用户增长 140 倍，年轻用户在引领消费潮流。同时，根据京东用户画像中不同职业的用户数据显示，农民用户增长了 23 倍，超过白领用户增速，读书用户在下沉。

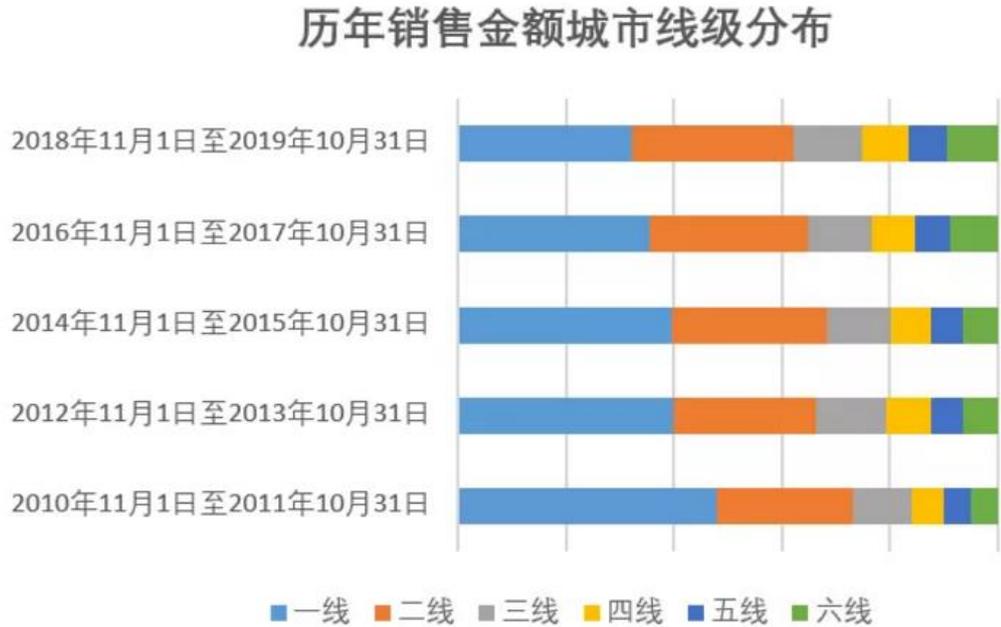
图 35: 2011-2019 年京东图书用户年纪 (上)、职业 (下) 对比



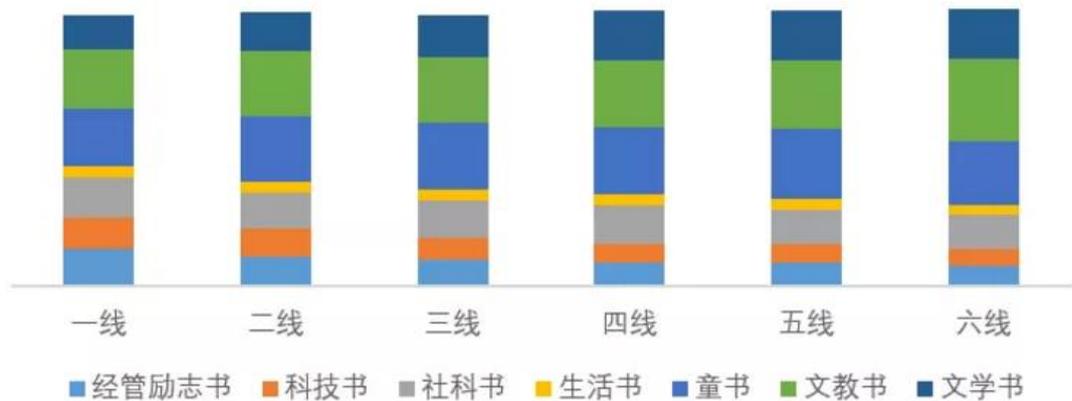
资料来源: 开卷、京东图书、国海证券研究所

购书用户年轻化同时也在渠道下沉, 9年里, 五线和六线用户增长的倍数, 比一二线用户的增长倍数多了 10 个百分点。近年来, 得益于物流设施的发展和电商渠道下沉的成功, 低线级市场用户可享受到电商的红利。通过京东图书可以看出, 一二线仍是销售先锋, 但五六线在销售金额以及用户数量端均双增长, 远超一二线城市增速, 逐渐接近三四线城市的销售规模, 成为较强中间力量。从购买品类上看, 城市线级越低, 用户花在文教书和文学书的金额越高。城市线级越高, 用户花在社科书、经管励志书、科技书的金额越高。

图 36: 2010-2019 年京东图书用户在一至六线购买金额分别 (上) 购书品类 (下)



2018年11月1日至2019年10月31日 不同线级城市购买图书品类金额结构



资料来源: 开卷、京东图书、国海证券研究所

社会变化影响用户购书需求, 童书增长快绘本为主力, 愿为文学书文教书买单。文学书九年中用户构建受到“二胎政策”影响以及 80/90 后家长成为助力, 移动端购买媒介变化下, 童书销售增长为冠军, 其次是文教书等。文学书和文教书在京东图书上线第一年的销售金额占比累计是 33%, 到了第九年, 这两类图书的销售金额占比达到了 45%, 目前上市企业中, 中信出版(善于社科、经管, 发

力少儿), 新经典(善于经典文学、少儿)两家均在不同细分领域各具特色, 2020年也将成为代表中国文化真内核的一面旗帜。

图 37: 2010-2019 年京东图书用户购买不同品类图书金额对比



资料来源: 开卷、京东图书、国海证券研究所

3.2.1、图书知识破媒介 促融合

一天 24 小时固定下, 可以借助音视频的媒介填充不固定的时间碎片, 通过短视频或者喜马拉雅音频, 听书、看书也逐渐成为营销工具以及感受内容的工具, 2019 年新经典联手 elle 杂志推书微电影, 喜马拉雅推出《大秦帝国》音频获得 2000 万播放量, 内容与媒介的界限不断被打破的同时也在不断融合。

图 38: 喜马拉雅、新经典官方微博截图 (音视频媒介携手图书)

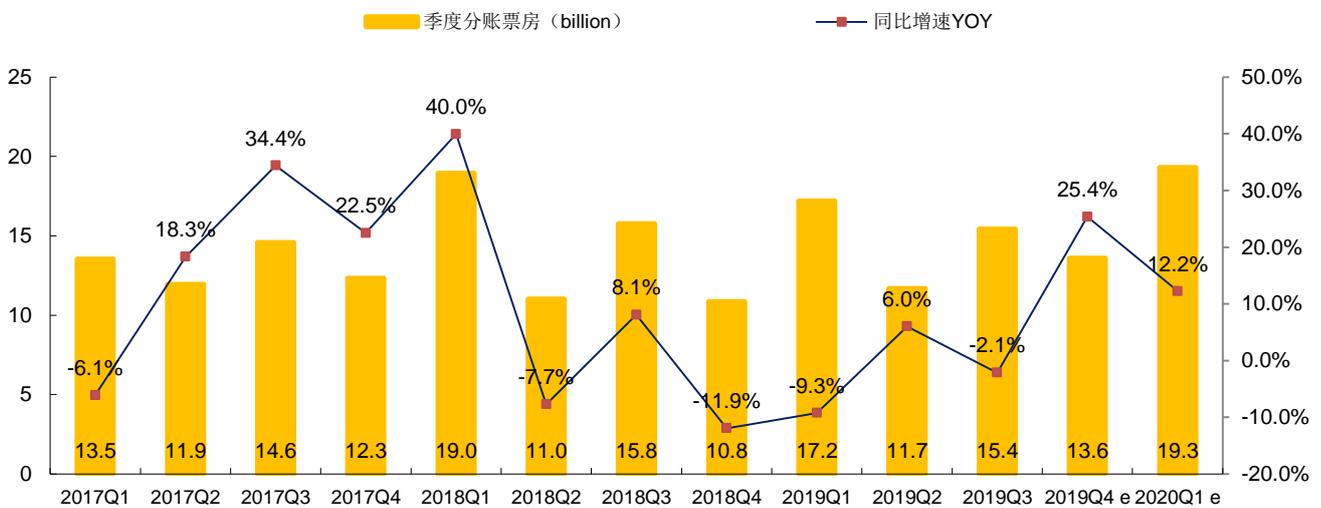


资料来源: 喜马拉雅、新经典官方微博截图、国海证券研究所

3.3、院线拐点何时至？先看中国文化真内核代表之一 国潮动画电影

2019年第四季度(增速预计为25%)与2020年一季度票房(增速预计为12.2%)可期，2020年院线票房行业的银幕拐点有望初现，同时2019年的动画电影的热度有望持续延续到2020年，我们预计2019年第四季度分账票房未136亿元(如下图)，同比增速25%，2020年一季度分账票房193亿元，同比增速12.2%，从目前定档影片看，2019年1月25日春节档已经10部，2020年春节档影片以获得保底发行，单部影片均竞争力均不可小觑。

图 39：2017 年一季度-2020 年一季度中各个季度分账票房及同比增速 单位：十亿元



资料来源：猫眼、国海证券研究所

表 4：预测 2020 年 1 月 25 日春节档头部影片票房

热度影片	导演	类型	制作出品发行	预计票房 (亿元)
唐人街探案 3	陈思诚	喜剧动作	万达影视、中国电影	40-45
姜子牙	程腾	动画动作	光线传媒	15-30
紧急救援	林超贤	剧情动作	博纳影视、腾讯影	20-35
囧妈	徐峥	喜剧剧情	欢喜传媒、横店影业	35-45
中国女排	陈可辛	剧情	伯乐影视	15-30
熊出没：狂野大陆	丁亮	动画	华强、横店影业	8
合计 (预测)				193

资料来源：猫眼、国海证券研究所

*《唐人街探案》2015年12月31日票房8.18亿元/《唐人街探案2》2018年2月16日票房33.97亿元

表 5: 2012-2021 年头部中外动画电影票房预计上映时间

【Sealand 国海传媒】历年头部动画电影占中国分账票房比例					
片名	票房	制作国家	制作/出品公司	发行公司	上映日期
《喜羊羊与灰太狼大电影8》		中国		奥飞娱乐	2021. 1. 22
《贝肯熊》		中国		奥飞娱乐	2020 拟
《姜子牙》		中国		光线传媒	2020. 1. 25
哪吒：魔童降世	45. 91	中国	可可豆、光线传媒	光线传媒	2019. 7. 26
2019 年总票房 (20191113)	534. 55				
2019 年动画电影占比	8. 59%				
熊出没·变形记	6. 05	中国	华强方特	——	2018. 2. 16
2018 年总票房	565. 84				
2018 年动画电影占比	1. 07%				
寻梦环游记	10. 79	美国	华特·迪士尼电影工	华特·迪士尼电影工	2017. 11. 24
神偷奶爸3	9. 72	美国	照明娱乐公司	环球影业/United In	2017. 7. 7
2017 年总票房	523. 86				
2017 年动画电影占比	3. 92%				
疯狂动物城	15. 28	美国	迪士尼影业	迪士尼影业	2016. 3. 4
功夫熊猫3	10. 01	美国/中国	——	中国电影股份有限公司	2016. 1. 29
2016 年总票房	454. 23				
2016 年动画电影占比	5. 57%				
西游记之大圣归来	9. 56	中国	横店影视/天空之城/	北京聚合影联文化传	2015. 7. 10
2015 年总票房	441. 00				
2015 年动画电影占比	2. 17%				
驯龙高手2	4. 02	美国	梦工厂	20 世纪福克斯/东方梦	2014. 8. 14
2014 年总票房	296. 00				
2014 年动画电影占比	1. 36%				
疯狂原始人	3. 94	美国	——	二十世纪福斯电影公	2013. 4. 20
2013 年总票房	218. 00				
2013 年动画电影占比	1. 81%				
冰川时代4	4. 47	美国	——	二十世纪福斯家庭娱	2012. 7. 27
2012 年总票房	171. 00				
2012 年动画电影占比	2. 61%				

资料来源：猫眼、国海证券研究所

*总票房：为当年分账票房

➤ 2020 年看中国文化真内核，国潮动画电影的市占率有望提升

如上表 5，2012 年-2019 年，动画电影市场中海外进口动画电影占比从高到低，从 2012 年美国的《冰川时代 4》的 2.6% 占比到 2019 年中国的《哪吒》的 8.59% 占比，历经“七年之痒”，中国人逐渐讲好自己的故事，进而有了国潮，即是以品牌为载体，以文化为语言的一种现象，2020 年看中国文化真内核，国潮动画电影的市占率也有望提升（光线传媒、奥飞娱乐均在 2020 年储备关注度较高动画电影作品）。

电影市场内容端的持续增长下，第一受益的是持续优质内容的供给方，例如光线传媒、华谊兄弟，同时，院线端的受益，取决单银幕产出的拐点，因年度的数据有滞后性，进而我们跟踪观察单季度银幕数与票房数，截至 2019 年 9 月底，全

国银幕数 6.7 万块，2018 年年度银幕数 6 万块，若年度净新增 8 千块（假若剔除关停影院银幕数），即 2019 年银幕增速为 13.3%，2020 年尚未得知头部院线扩张计划，若 2020 年新增银幕在 6 千块，即 2020 年银幕数增速 8.8%，若行业票房数增速在 10% 左右，2020 年院线票房行业的银幕拐点有望初现。

3.4、国潮美好生活的有形与无形文化资产重估

2020 年是小康年，也是倡导美好生活的元年。美好生活除了物质满足之后，精神富足也是重要分支之一。文化生活的多样性体现在有形与无形中。国潮下，借助中国美学创造、国风文学、国漫崛起的内容助力中国文化品牌价值的重估。

图 40：国潮简述



资料来源：徐州官方微博、国海证券研究所绘制

4、行业评级及投资策略

给予行业推荐评级。文化传媒始终围绕内容与传播媒介，**2019 年媒介仍以音视频为主，音频端**，荔枝 FM 开启上市之路；**视频端**，中国芒果 TV 用户与广告持续增加，爱奇艺与腾讯视频付费用户均超过 1 亿人；**海外头部企业抢占流媒体**，苹果与迪士尼分别推出流媒体 Apple TV+、Disney+，与 Netflix 正面竞争的同时也凸显视频赛道的重要商业价值。**2019 年内容端**，电视剧在外力政策监管下仍可出具有社会舆论的作品如《都挺好》《少年派》；**电影端**《哪吒》成为国漫崛起案例，也使得下沉市场重启。

文化传媒行业的发展是伴随内容与新媒介融合以及新用户圈层需求的共振，精神内容需求伴随物质满足后不断提升，**2019 年外部中美关系影响以及供给与需求两端铺垫出了“国潮”**。**国潮之下的投资看中国文化真内核**（核心是生存看专注，发展看融合），中国文化真内核之一是读好书破知识媒介（新经典、中信出版、中国出版等以及内容媒介守门人视觉中国）；中国文化真内核之二是先看国潮动画电影市占率的提升，再看院线拐点（光线传媒、奥飞娱乐、华谊兄弟、横店影视等）；中国文化真内核之三，超高清视频产业链中的大屏融合（DTV/IPTV/OTT）、云游戏云 VR（芒果超媒、新媒股份、恒信东方、华策影视、广电网络等）。

5、重点推荐个股

芒果超媒 (300413): 公司在践行传统媒体与新兴媒体融合发展的同时, 基于核心用户推进优质内容的精细化运营, 继续致力于打造具有强大引领力、传播力、影响力的国有控股新型主流媒体集团。中国融媒体资本化典型标杆且具有平台价值及精准垂直粉丝经济属性。

新媒股份 (300770): 公司目前在 IPTV 与互联网电视端的用户数均位于前列, 依靠经营资质优质以及渠道优势公司在 IPTV 与 OTT 业务保持营收、用户高速增长; 长期看, 公司在完成原始用户累积后, 后续的平台搭建与产业链上下游的合作带来更多增值服务, 也将利于用户的付费转化, 打造从产品收入到生态收入。

新经典 (603096): 在图书细分的文学与少儿领域已成功推出多部长销作品, 公司出发点是打造产品的长生命周期 (长生命周期产品利于稳定现金流), 竞争优势在于“精品化”战略。《人生海海》的成绩是持续挖掘优质内容的能力再度验证。

中信出版 (300788): 公司新三板转至 A 股, 积极探索从传统图书出版向新媒体业态及读者经营的方向进行战略转型, 善于社科经营, 发力少儿内容的同时开发数字出版、音频产品等为公司的规模化经营、跨越式发展、指数级增长奠定坚实基础。

光线传媒 (300251): 投真人电影、网剧、艺人经纪、产业投资均服务于“讲好中国故事”内核。公司始终坚持“内容为王”的发展战略, 坚持步步为营。电影端在行业相对低迷的阶段, 公司仍有相当数量的项目储备、成熟的风险控制体系以及成本把控能力。内容端的质量提升票房上涨也利于院线端, 可关注院线拐点下的**横店影视 (603103)**。

视觉中国 (000681): 公司自 2000 年成立以来, 深耕图书版权行业, 布局较为完整产业链的同时加大对互联网内容交易平台的研发投入, 交易平台为客户提供“越来越懂用户”的智能搜索和个性化推荐服务。经历 2019 年 411 事件后长期利于公司更加健全规范平台版权管理机制, 完善“服务中台”的支撑能力。

重点关注公司及盈利预测

重点公司 代码	股票 名称	2019-11-15 股价	EPS			PE			投资 评级
			2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	
300413.SZ	芒果超媒	31.39	0.87	0.64	0.84	36.08	49.05	37.37	买入
300788.SZ	中信出版	46.49	1.45	1.31	1.66	32.06	35.49	28.01	买入
300770.SZ	新媒股份	111.00	2.13	2.62	3.61	52.11	42.37	30.75	买入
603096.SH	新经典	57.62	1.78	2.08	2.55	32.37	27.70	22.60	买入
000681.SZ	视觉中国	20.44	0.46	0.52	0.61	44.43	39.31	33.51	买入
603103.SH	横店影视	14.83	0.71	0.54	0.59	20.89	27.46	25.14	买入
300251.SZ	光线传媒	9.58	0.47	0.34	0.41	20.38	28.18	23.37	买入
601900.SH	南方传媒	8.79	0.73	0.80	0.90	12.04	10.99	9.77	买入
002292.SZ	奥飞娱乐	8.29	-1.28	0.10	0.20	-6.48	82.90	41.45	增持
300027.SZ	华谊兄弟	4.40	-0.39	0.16	0.19	-11.28	27.50	23.16	增持
300081.SZ	恒信东方	9.02	0.37	0.40	0.46	24.38	22.55	19.61	增持
300148.SZ	天舟文化	4.74	-1.28	0.26	0.29	-3.70	18.23	16.34	增持
002624.SZ	完美世界	30.35	1.14	1.38	1.68	26.62	21.99	18.07	未评级
002739.SZ	万达电影	13.90	1.29	0.89	0.92	10.78	15.62	15.11	未评级
601811.SH	新华文轩	11.70	0.75	0.74	0.80	15.60	15.81	14.63	未评级
600088.SH	中视传媒	12.21	0.25	0.26	0.44	48.84	46.96	27.75	未评级
601949.SH	中国出版	5.74	0.33	0.31	0.35	17.39	18.52	16.40	未评级
600831.SH	广电网络	8.29	0.17	0.27	0.29	48.76	30.70	28.59	未评级
002602.SZ	世纪华通	8.74	0.41	0.48	0.6	21.32	18.21	14.57	未评级

资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所（注：未评级盈利预测取自万得一致预期）

6、风险提示

- 1) 产业政策变化风险、
- 2) 用户单价下降的风险、
- 3) 三网融合竞争风险、开机率下滑的风险、
- 4) 推荐公司业绩不及预期的风险、
- 5) 图书出版发行选题、新媒体竞争、
- 6) 行业竞争风险编播政策变化风险、
- 7) 影视作品进展不及预期以及未获备案风险、
- 8) 行业发展低于预期以及行业估值继续下行的风险、
- 9) 宏观经济波动的风险;

【传媒与互联网组介绍】

朱珠，会计学学士、商科硕士，拥有实业及资产管理从业经历，目前主要负责文化传媒、互联网行业研究

【分析师承诺】

朱珠，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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。