

传媒2020策略：景气上行， β 行情

技术驱动，分发先行，CP景气上行

行业：传媒

投资评级：领先大于市-A

维持评级

安信证券 焦娟

SAC执业证书编号：S1450516120001

2019年11月24日



目录

- 5G与4G的两大不同之处
- 云游戏的产业逻辑最强、最清晰
- 影视新的产业逻辑尚未走出，但板块边际反弹空间最大
- 营销行业预计将充分受益于技术、政策的双驱动
- 传媒2020有望迎来靓丽行情
- 风险提示

5G与4G的两大不同之处

我们认为：

传媒2020年起的行业景气度上行，源于技术驱动下分发市场剧变、硬件的产业化加速；受益于此，CP等议价能力触底回升。叠加板块调整充分，预计各板块均将迎来大行情。

5G对手机端内容的影响相对不大，VR/AR终端正加速产业化

5G难以呈现4G时代烧钱的态势，入局方均选择游戏方向

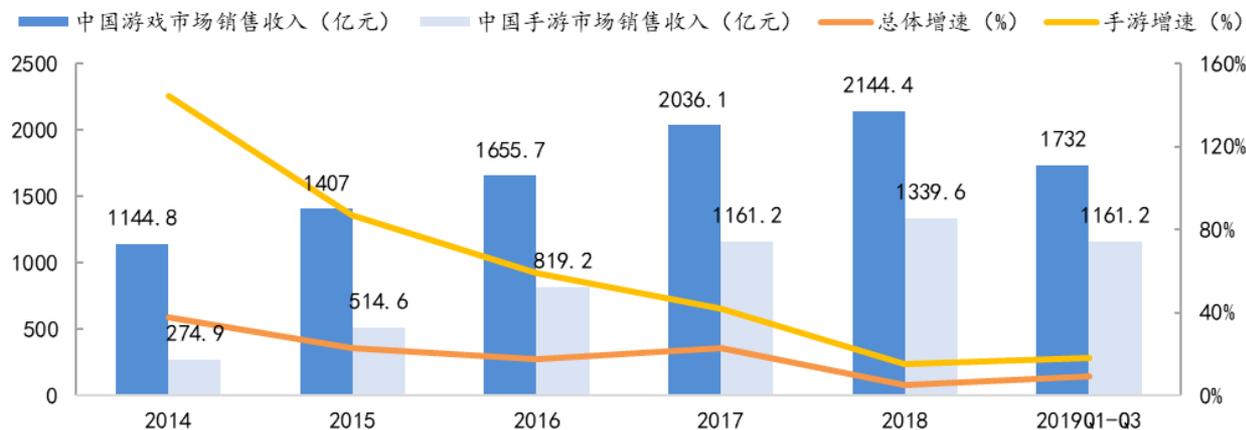
5G与4G的两大不同之处

5G开启万物互联，终端迭代

	手机	电视/PC/智慧屏	智能音响	VR/AR终端	智能汽车
出货量	<p>2016年：14.7亿台</p> <p>2018年：14亿台</p> <p>2019年：华为、小米增速较快</p>	<p>液晶屏：</p> <p>2017年：2.11亿台 2018年：2.19亿台 2019年：预计2.23亿台</p> <p>2019年华为发布智慧屏</p> <p>PC：存量替代</p> <p>2015年：2.88亿台 2018年：2.59亿台</p>	<p>2018年：0.86亿台</p> <p>2019年：预计1.49亿台</p>	<p>2019年：预计760万台</p> <p>2019Q1：VR/AR出货量130万台</p>	<p>车载面板：</p> <p>2017年：1.5亿片 (+12%)</p> <p>2018年：1.6亿片 (+6%)</p> <p>2019年：1.7亿片</p>
竞争格局			<p>2019年H1 市占率</p> <p>亚马逊 21.7%</p> <p>谷歌 18.3%</p> <p>百度 15.7%</p> <p>阿里 14.2%</p> <p>小米 12.1%</p> <p>苹果 4.4%</p>	<p>索尼、Facebook、HTC等</p> <p>2019年3月：FaceBook发布VR头显Oculus Rift S</p> <p>2019年5月：Facebook发布VR一体机Oculus Quest；Valme公司发布PC VR头显 Index</p>	

◆ 19年反转之后，预计20年迎来新一轮景气度提升

2019年游戏版号全面开放，行业整体呈现反转。根据游戏工委数据，从结果来看，2019年前三季度中国游戏市场总销售收入1732亿元，同增9.21%；从结构来看，2019年手游细分市场保持较高增速，前三季度共计实现销售收入1161.2亿元，同增18.39%；从产品来看，品类进一步丰富，在传统角色扮演之外，MOBA、策略、二次元、音舞、换装、休闲放置、沙盒、非对称竞技、恋爱、Rougelike等均有出色代表作品持续产出。



数据来源：游戏工委

2020年伴随5G全面商用，我们预计游戏行业将迎来新一轮景气度提升：

- ▶ 游戏作为目前最高级的内容形态，其边界有望持续外推；
- ▶ 行业规模角度，其基本三要素中，玩家数量、付费率、ARPPU值均有望持续抬升；
- ▶ 全球云游戏大幕已开启，中国已进入探路阶段，云游戏CP预计滞后一年。

云游戏的产业逻辑最强、最清晰

◆ 游戏作为目前最高级内容形态，其边界有望持续外推

从1G至4G时代，内容形态由文字逐步演进至图片、视频、游戏；期间每一次内容形态升级，由科技进步驱动，最终表现为行业规模增长及产业巨头迭代。站在5G内容繁荣发展前夜，游戏作为目前最高内容形态，其边界有望持续外推。

我们对其外推过程进行推演，主要看到三大路径：

- ▶ **交互式电影游戏**（报告《基础、未来与路径：理解交互式电影游戏》）：交互影游的本质是游戏影视化（互动影游），而非影视游戏化（互动视频），其成功的关键点在于立足游戏属性，走向类型化创作；
- ▶ **VR/AR游戏**（报告《关注虚拟技术对内容产业的迭代速度，进而提振传媒板块》）：内容产业的特性是供给决定需求，VR/AR作为新技术有望带来新供给，进而创造新需求。我们判断VR/AR内容将在未来2-3年内迎来消费级产品的快速增长期；
- ▶ **区块链游戏**（报告《区块链技术赋能游戏研发，一起来捉妖成为现象级产品》）：区块链与游戏的结合解决传统游戏行业顽疾，同时提升可玩性。其重点要素在于合约规则透明化；虚拟资产确权化；经济体系流通化；隐私安全强保护化。

云游戏的产业逻辑最强、最清晰

◆ 玩家数、付费率、ARPPU值，三维度推高行业规模

玩家数：游戏的边界开始外推，未来有望扩大用户群

付费率：主机游戏分发至手机，采用订阅+时长的收费模式

ARPPU：供给决定需求，现阶段尚未呈现

云游戏的产业逻辑最强、最清晰

◆ 云游戏处于探路阶段，优质CP方预计将滞后1年开始实质性受益

我们对现阶段国内外各大厂商云游戏发展阶段进行梳理：

- ▶ 海外谷歌头阵，开启大规模全球化商用，主要针对3A主机及端游进行云化，配置手柄、键盘等外设；
- ▶ 国内三大运营商先行，以手游云化为基点开始试水，处在小规模商用阶段；
- ▶ 腾讯等头部厂商平台仍在测试阶段。整体来看国内云游戏处于探路阶段。

产业链各环节博弈出新的利润分配格局，我们认为优质CP方有望受益于议价权抬升进而提升利润率：

- ▶ **硬件商话语权预计将减弱**：由于云游戏已经完全摆脱了硬件束缚，单纯的手机、主机等硬件制造商能够获得的游戏收入分成可能显著下降。
- ▶ **云服务厂商得到新话语权**：由于云游戏对底层网络建设及资本投入的高度依赖，云服务厂商大概率将成为下一代新的平台商，获得较为强势的新话语权。
- ▶ **研发商话语权预计持续分化**：伴随新平台的出现，用户将大幅分流，此时独占内容将成为前期绑定用户的重要手段。优质的头部研发商议价权将抬升；而平台为了平衡成本，势必将挤压普通产品分成比例，最终造成研发商话语权持续分化。

影视产业逻辑尚未走出，边际反弹空间最大

◆ 政策松动口径有限，监管仍是大方向

- 2019年暑期档撤档影片达4部，重点影片撤档导致今年暑期档国产影片质量较去年略显不足。撤档院线电影逐步上映；
- 古装题材限制有所松动，部分延迟上线的剧集有望于明年播出。视频平台招商片单显示，2020年古装剧集占比有小幅回升，提升8pct至34%；
- 政策松动口径有限，监管仍是大方向。今年是新中国成立70周年，2020年是全面建成小康社会，2021年又是建党100周年，连续三年的献礼期使得政策在舆论方面的监管较为严格，叠加国际局势不明朗等因素影响，对传媒等易影响舆情的行业的监管仍然是大势所趋；
- 电视剧上星审核较为严格，各大卫视对古装题材的态度仍较为保守，原定于卫视上线的古装大剧《庆余年》目前已退出卫视招商，将成为腾讯视频独播网剧。为降低风险各大卫视加码现当代剧，其中职场题材和女性群像题材扎堆，反腐及刑侦题材的剧集也成为今年招商的重点。

2020年招商	腾讯视频	爱奇艺	优酷	芒果TV	合计	占比
现当代题材	19	11	5	5	40	53%
古装题材	12	9	1	4	26	34%
近代题材	5	4	1	0	10	13%
2019年招商（重点内容）	腾讯视频	爱奇艺	优酷	芒果TV	合计	占比
现当代题材	5	9	5	2	21	39%
古装题材	4	5	2	3	14	26%
近代题材	8	5	5	1	19	35%

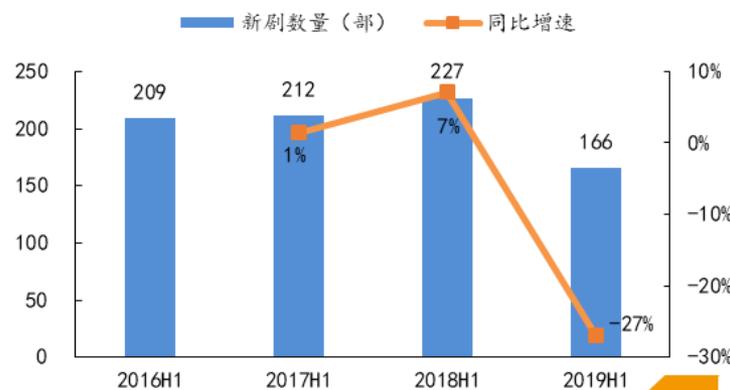
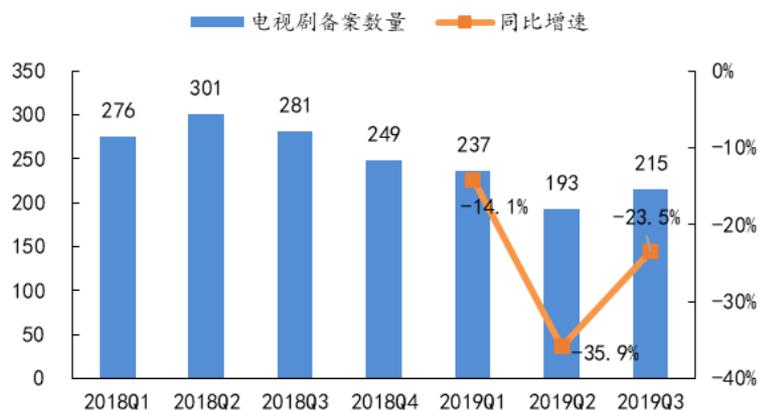
数据来源：视频平台招商会



影视产业逻辑尚未走出，边际反弹空间最大

◆ 供需量价低迷，过去两年行业经历下行周期

- **供给端**：电视剧备案数量同比下降，行业快速出清导致部分中小影视公司退出市场，行业去产能化趋势较为明显。新剧上线数量也明显下降，较去年同期跌幅27%；
- **需求端**：五大卫视秋季招商剧集总量合计约55部，较去年同比下降13%，且其中有7部剧为延期上线剧目，监管开闸放水有利于电视台去库存，但这也从侧面显示五大卫视对新剧的需求减弱。另一方面，视频网站对精品剧的需求仍将增长，但是将部分剧集采购转向平台自制，因而头部影视制作公司一方面将受益于行业去产能，另外一方面也将一定程度上受到平台自制的竞争；
- 此外，**头部剧集单集采购价格大幅下降**。古装大剧《后宫如懿传》曾卖出单集1500万的高价（单集网络采购价900万+两家卫视采购价300万），据爱奇艺公开信息，2018年8月之后平台的内容制作成本和采购成本都明显下降，电视剧版权成本从最高超1500万元/集回落到800万元/集以下。



数据来源：广电总局

影视产业逻辑尚未走出，边际反弹空间最大

◆ 产业逻辑尚未形成，但上市公司报表几近出清

电视剧行业：

- ▶ 慈文传媒、华策影视、欢瑞世纪2019年前三季度营收均同比下降，跌幅超30%，主要系新剧上线延迟，确认收入的影视剧数量及单价均有所下滑所致。归母净利润也呈现下降趋势，跌幅超60%；
- ▶ 毛利率均呈现Q1、Q2下降，Q3回升的趋势，主要原因是高成本库存剧在19年上半年加速消化，新开项目由于上游演员片酬等成本降低带动整体毛利率逐步回升；
- ▶ 三大费用绝对值下降，但由于营收规模降低，费用率有所上升；
- ▶ 应收账款占营业收入比重上升，账期拉长，企业现金流压力变大；
- ▶ 商誉占比下降，商誉减值风险降低；
- ▶ 回款改善，经营活动产生的现金净额从去年同期由负转正。

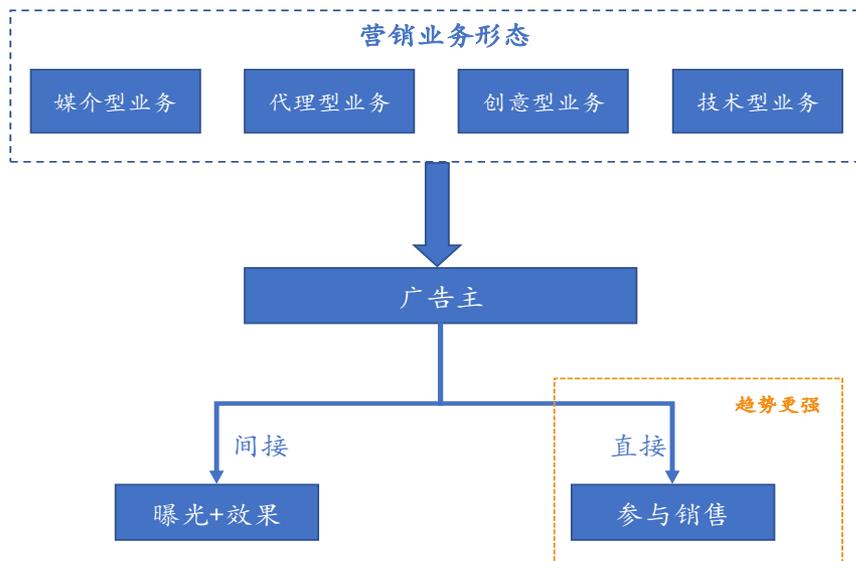
院线行业：

- ▶ 院线报表承压，营收增速普遍偏低，毛利率下滑，期间费用率略有上涨，归母净利润均为负增长，主要原因是前三季度全国电影票房增速放缓、单银幕产出同比下降，但单银幕产出降幅开始收窄。

营销将充分受益于技术、政策的双驱动

◆ 营销行业的特质是内部结构性变化较大

- **品效合一**的理念正逐步被大品牌主接受。广告主面临经济压力要求营销兼顾品牌及效果两大类，即营销公司或开展营销业务的公司不仅需要负责前中端的品牌策划、广告宣传，还需要负责后端直接的销售转化，涉及品牌主从生产到销售全链路。预计有三种方式提供品效合一的服务能力：产业链整合、技术能力升级、运营能力升级；
- **营销业务形态逐步向上游广告主渗透**，直接参与广告主销售环节或服务环节，如电商代运营、微信群运营、会员社区运营等，并直接获得销售分成。我们认为未来四大营销业务形态均具备向上渗透的可能。



营销将充分受益于技术、政策的双驱动

◆ 营销行业的特质是内部结构性变化较大

我们由果推因，从营销目的出发（品牌or效果），对应到不同营销方式（内容营销、场景营销及程序化计算），最终拆解为四大业务形态：媒介型业务、技术型业务、创意型业务、代理型业务。

▶营销行业行业更大获益者或未来潜在的获益者（表现为市场份额较大、毛利率较高、业务规模增速极快）一定是具备核心资源（如媒介资源、用户数据资源）或核心能力（如技术壁垒、内容创作壁垒）的营销公司；

▶媒介型业务只有依靠自主培育（如抖音）及产业链收购（如整合户外媒体）两种方式获得，对资金、资源及经验的要求极高，若新的终端形态出现（如VR/AR）有望降低新的头部媒介出现的门槛。从这一角度，我们认为中长期容易脱颖而出的应该为营销技术公司，尤其是具备海量数据资产的技术型公司或致力于转型为营销技术公司的传统营销公司。

营销将充分受益于技术、政策的双驱动

◆ 营销行业的特质是内部结构性变化较大

表 5: A 股主要营销公司业务形态分类及对应毛利率

公司名称	主营业务分类	业务形态	毛利率
省广集团**	媒介代理	代理型业务	7.35%
	数字营销服务	代理型业务为主	16.39%
华扬联众*	广告投放代理	代理型业务	9.45%
	广告策划与制作	创意型业务	52.66%
科达股份**	互联网服务	代理型业务为主(年报披露广告代理成本占总成本的 92.93%, 策划与设计费占总成本的 6.05%)	9.64%
引力传媒**	数字营销	代理型业务为主	10.08%
	媒介代理	代理型业务	4.38%
思美传媒*	内容营销	创意型业务	30.90%
	媒介代理	代理型业务	10.01%
利欧股份**	媒介代理服务	代理型业务	6.98%
	数字营销服务	创意型+媒介型业务	57.74%
因赛集团**	品牌管理	创意型业务	61.57%
	媒介代理	代理型业务	6.47%
	数字营销	创意型业务	85.53%
分众传媒**	楼宇媒体	媒介型业务	56.64%
	代理	代理型业务	31.00%
数知科技**	智慧营销业务	技术型业务	25.04%
	数据智能应用与服务	技术型业务	28.84%
每日互动***	增长服务	技术型业务	66.92%
	公共服务	技术型业务	90.51%
	风控服务	技术型业务	90.38%
智度股份**	数字营销业务	代理型业务	4.73%
	互联网媒体业务	媒介型业务	49.37%

资料来源: 各公司年报、安信证券研究中心

备注: *为 2017 年报数据; **为 2018 年报数据; ***为 2019 半年报数据

营销将充分受益于技术、政策的双驱动

◆ 内部结构正由二元向三元切换

二元结构：代理商、媒体

三元结构：代理商、媒体、技术公司

趋势分析：1) 品牌两极分化严重，中间品牌投放更考虑效果；2) 技术公司切代理商、媒体的现有规模；3) 全社会的行业趋势，均向“提高效率”的方向演进。

营销将充分受益于技术、政策的双驱动

◆ 技术型公司有受益于政策的加持

央行数字货币牌照的预期

支付牌照——支付场景——拉新、商城建设、风控业务的需求

预计技术型公司最受益

板块β行情

预计行业龙头均受益于板块的β行情：芒果超媒、新媒股份、三七互娱、中信出版、中国出版、中国电影等；

预计游戏板块持续反转：重磅产品上线完美世界；成长型弹性标的掌趣科技、游族网络、凯撒文化；长周期稳健标的吉比特；

预计影视板块的反弹：有重要作品即将上映的光线传媒、北京文化；行业有望迎来拐点的万达电影、横店影视；公司经营改善的华策影视、慈文传媒；

营销板块：技术型营销标的每日互动、浙江富润、壹网壹创、数知科技等。

风险提示

5G推进速度低于预期

大数据产业政策监管趋严

内容监管政策变化

商誉减值

致谢



安信传媒团队公众号

分析师声明

■ 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	林立	021-68766209	linli1@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	高思雨	021-35082350	gaosy@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-82558183	chaomw@essence.com.cn
	黎欢	0755-82558045	lihuan@essence.com.cn

公司地址

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道2008号中国凤凰大厦1栋7层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街2号楼国投金融大厦15层

邮编： 100034