

传媒

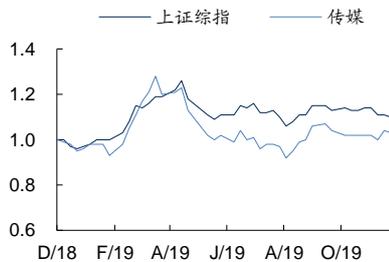
传媒互联网 2020 年投资策略

超配

(调高评级)

2019 年 12 月 09 日

一年该行业与上证综指走势比较



相关研究报告:

《电影行业动态: 2020 春节档前瞻: 优质内容提升观影热度, 低基数下有望迎来高增速》——2019-11-29

《云游戏行业深度: 从概念到落地, 游戏开发商确定受益, 平台何方有望率先突围?》——2019-11-20

《互联网行业动态点评: 第 11 个“双十一”, 众神下沉, 各有惊喜》——2019-11-13

《传媒互联网行业投资策略暨三季报前瞻: 边际改善, 持续看好新成长周期》——2019-11-13

《传媒互联网行业投资策略暨三季报前瞻: 关注三季报边际变化, 持续看好新成长周期》——2019-10-14

证券分析师: 张衡

电话: 021-60875160

E-MAIL: zhangheng2@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517060002

行业投资策略

底部双击, 向上再出发

● 展望 2020: 迎接新成长周期

1) 要素端、内容端、渠道端监管政策均逐步落地, 政策风险不确定性降低; 资本市场监管政策逐步松绑, 资本手段有望逐步改善; 2) 终端长期需求依然旺盛、内容端竞争格局改善, 产业链有望迎来价值链的重新分配; 3) 5G 快速落地、云计算、AI、AR/VR 等新兴技术逐步成熟, 中长期驱动行业迎来板块性机会。4) A 股传媒板块调整相对充分。低估值、低市值叠加行业新成长周期, 具备巨大向上空间。

● 细分行业: 内容产业周期底部向上, 新科技落地催生全新赛道机会

1) 内容行业: 周期底部向上, 推荐游戏及影视动漫板块。游戏行业景气度有望持续向上, 叠加下游平台变化以及新技术导入, 成长空间有望持续打开; 影视动漫在经历行业寒冬之后, 龙头公司市占率及盈利能力有望显著恢复, 在低市值背景下具备较大向上弹性。

2) 科技赋能, 新一轮产业革命正在孕育之中。5G 加速落地, 云计算、AI、VR/AR 等技术逐步成熟, 有望诞生全新应用端创新赛道; 云游戏、VR、超高清视频、智能营销等新兴赛道机会渐行渐近。

● 投资建议: 看好深蹲之后的底部双击机会, 三条主线把握投资机会

三条主线把握投资机会: 1) 细分行业龙头, 推荐芒果超媒、顺网科技、三七互娱、新媒股份、视觉中国等; 2) 从行业景气度角度推荐游戏及大视频行业, 关注存在周期反转可能的营销版块; 稳健选游戏(三七互娱、吉比特、世纪华通、掌趣科技、游族网络、昆仑万维等)及出版(中信出版等); 大视频领域平台推荐芒果超媒, 内容关注光线传媒、欢瑞世纪、华策影视、奥飞娱乐等; 营销行业关注分众传媒、蓝色光标等; 3) 新科技关注与 5G、AI、云计算等结合的云游戏(平台推荐顺网科技、号百控股等)、VR(恒信东方)、营销云等领域。

● 风险提示: 宏观经济波动、监管风险、新科技落地不及预期等

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘(元)	总市值(百万元)	EPS		PE	
					2019E	2020E	2019E	2020E
300113	顺网科技	买入	22.28	155	0.7	0.87	31.83	25.61
300413	芒果超媒	买入	31.69	564	0.66	0.85	48.02	37.28
000681	视觉中国	买入	20.04	140	0.47	0.59	42.64	33.97
2555	三七互娱	买入	22.68	479	0.97	1.16	23.38	19.55
300315	掌趣科技	增持	5.62	155	0.16	0.33	35.13	17.03
002602	世纪华通	增持	9.96	593	0.5	0.68	19.92	14.65
002027	分众传媒	增持	5.75	844	0.13	0.22	44.23	26.14

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

独立性声明:

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

投资摘要

关键结论与投资建议

我们认为 2020 年行业将会迎来全新成长周期，看好 2020 年传媒互联网行业表现，并上调行业评级至“超配”。从细分行业来看，内容产业有望周期底部向上，新科技落地将会催生全新赛道机会；我们认为短期来看，监管政策趋于稳定，边际影响正在消退；叠加旺盛的行业终端需求以及行业内竞争及上下游产业链格局改善，行业将会重新迎来向上成长周期；中期来看，新一轮科技应用正在快速落地，比如 5G、人工智能、云计算、AR/VR 等，在新科技推动下有望产生全新赛道性机会；同时从上市公司来看，经历近 4 年行业调整，上市公司资产质量逐步改善、商誉风险大幅降低、部分公司竞争地位持续提升，叠加相对历史高点极低的市值及估值水平，具备较大的基本面及市值向上空间。

建议从三条主线把握行业投资机会：1) 细分行业龙头标的，推荐芒果超媒、顺网科技、三七互娱、新媒股份、视觉中国等标的；2) 其次，从行业景气度角度推荐游戏及大视频行业，关注存在周期反转可能的营销版块。稳健选游戏（三七互娱、吉比特、世纪华通、掌趣科技、游族网络、昆仑万维等）及出版（中信出版等）；大视频领域平台推荐芒果超媒，内容关注光线传媒、欢瑞世纪、华策影视、奥飞娱乐等；营销行业关注分众传媒、蓝色光标等；3) 新科技落地关注与 5G、AI、云计算等结合的云游戏（平台推荐顺网科技、号百控股等）、VR（恒信东方）、营销云等领域。

核心假设或逻辑

第一，我们认为监管将趋于稳定，对行业的边际影响将会逐步降低。

第二，在监管趋于稳定的背景下，经历过去 4 年行业出清，龙头公司有望迎来基本面向上改善周期，并有望在行业复苏前中期获得更大弹性；

第三，新科技落地将会催生全新赛道机会；

第四，在新赛道出现、竞争加剧的背景下，下游内容分发平台格局有望发生变化，利好上游内容及中游服务领域。

与市场预期不同之处

我们从短、中、长三个维度分析了互联网传媒行业的核心驱动要素，通过对历史成长周期的复盘，我们认为过去四年传媒行业的表现只是处于成长中下行周期阶段；从长期来看，向上趋势不变；中短期扰动行业成长的因素自 19 年下半年以来有望逐步改善，行业正在迎来新一轮向上成长周期。

行业普遍对内容领域较为悲观，我们认为从行业过往成长周期来看，内容与平台之间处于持续博弈的阶段。而在下游竞争加剧、新技术催生新平台新模式的背景下，价值链分配有望再次向上游倾斜。

股价变化的催化因素

第一，监管政策持续向好。

第二，新科技落地催生新赛道。

第三，上市公司业绩持续超预期

核心假设或逻辑的主要风险

第一，监管政策风险。

第二，业绩风险等。

内容目录

回顾 2019，寒冬中孕育生机	5
市场表现回顾：相对回暖，估值触底反弹.....	5
个股表现持续分化，基本面表现更为重要.....	6
上市公司业绩仍处底部，商誉风险降低.....	7
展望 2020：迎接新成长周期	8
传媒互联网：三要素驱动下的成长周期.....	8
失落的四年：政策扰动及科技红利边际向下的周期轮转.....	9
2020：新成长周期渐行渐近.....	12
细分行业：内容产业周期底部向上，新科技落地催生全新赛道机会	17
内容行业：周期底部向上，推荐游戏及影视动漫版块.....	17
科技赋能，新一轮革命正在孕育生机.....	21
投资建议：周期叠加成长，把握深蹲起跳机会	33
国信证券投资评级	34
分析师承诺	34
风险提示	34
证券投资咨询业务的说明	34

图表目录

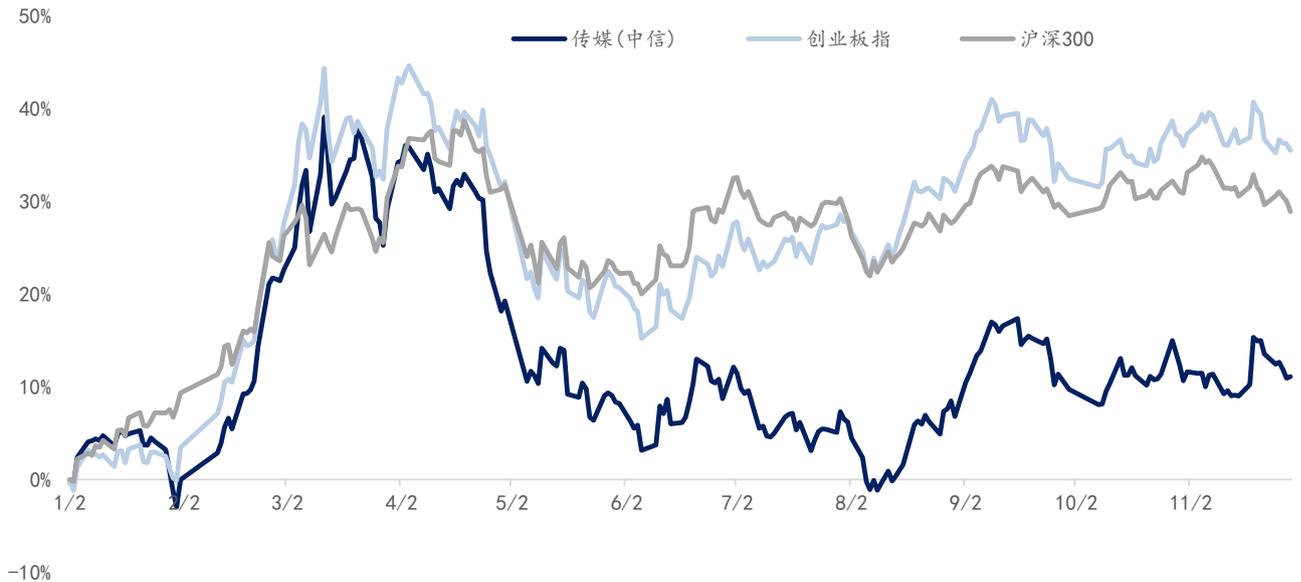
图 1: 传媒板块 2019 年涨跌幅情况.....	5
图 2: 传媒板块 2010 年以来涨跌幅情况.....	5
图 5: 2019 年影视领域投融资数量及金额显著下降.....	11
图 6: 互联网领域投融资亦显著下降.....	11
图 7: 中国手机网民规模及网民占比.....	12
图 8: 人均每周上网时长.....	12
图 9: CTR 全媒体广告增速前三季度四年新低.....	12
图 10: 互联网广告增速持续下滑.....	12
图 11: 电视剧甲证数量显著下降.....	14
图 12: Appstore 新游戏上线数量显著下降.....	14
图 13: 苹果上线 TV+.....	14
图 14: 抖音小游戏.....	14
图 15: 新科技红利渐行渐近.....	15
图 16: 当前市值约相当于历史最高市值的 26%.....	15
图 17: 2018 年商誉减值等因素导致全行业巨额亏损.....	15
图 18: 商誉风险充分释放.....	16
图 19: 毛利率及净利率触底回升.....	16
图 20: 营收增速触底向上.....	17
图 21: 归母净利润同比转正.....	17
图 22: 游戏出海孕育巨大市场空间.....	20
图 23: 云游戏有望进一步提升市场容量.....	20
图 24: 网络视频市场占比位居第二.....	21
图 25: 电视剧备案数量直线下降.....	21
图 26: 2025 年全球各国 5G 移动用户规模及渗透率预测情况.....	22
图 27: 实测无线环境下网络延迟为 4-9ms 之间.....	22
图 28: 实测 4G 环境下网络延迟为 64-104ms 之间.....	22
图 29: 5G 应用场景.....	23
图 30: 云游戏端到端示意图.....	24
图 31: 云游戏的处理过程.....	24
图 32: 2008-2018 年中国游戏市场实际销售收入情况.....	25
图 33: 2018Q2-2019Q2 游戏用户规模及渗透.....	25
图 34: 2018Q2-2019Q2 移动游戏用户规模及同比.....	25
图 35: 2018 年 6 月-2019 年 6 月中国手游行业渗透率.....	26
图 36: 中国移动游戏用户付费情况.....	26
图 37: 全球游戏市场收入占比及预测.....	26
图 38: Google Stadia 云游戏平台发布会.....	27
图 39: 腾讯 START 平台云游戏预约界面.....	27
图 40: 云游戏和云服务平台之间的关系.....	27
图 41: 云 VR/AR 演进 5 阶段.....	28
图 42: 人工智能所涉及的基础技术及终端产品.....	29
图 43: 各互联网公司产品用户使用时长占比.....	29
图 44: 换脸软件 ZAO.....	30
图 45: 各类媒体 CPM 对比.....	31
图 46: 生活圈媒体价值可提升环节.....	31
图 47: 我国消费互联网、产业互联网发展时期.....	32
图 48: 营销云与数字营销的关系.....	32
表 1: 文化传媒行业政策监管变化.....	10
表 2: 4G 及 5G 关键指标.....	23
表 3: 2022 年我国营销云市场规模预测 (亿元).....	32

回顾 2019，寒冬中孕育生机

市场表现回顾：相对回暖，估值触底反弹

2019 年以来，受益于大盘整体回暖，传媒板块结束 2018 年下跌行情，年初至 11 月底传媒行业指数上涨 11.1%，但跑输沪深 300（28.9%）、弱于创业板表现（35.5%），在中信一级板块中排名第 18 位。

图 1：传媒板块 2019 年涨跌幅情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理（数据截至 2019 年 11 月 30 日）

图 2：传媒板块 2010 年以来涨跌幅情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理（数据截至 2019 年 11 月 30 日）

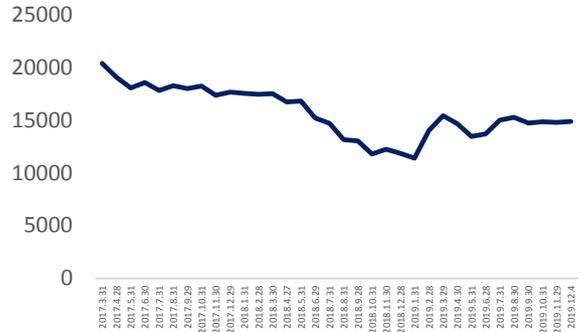
估值及市值处于历史底部: 目前传媒板块估值水平 (PE-TTM) 从 2018 年历史低位 19X (剔除负值影响) 回升至 2019 年 26X, 主要在于 2018 年 Q4 传媒板块上市公司大幅计提商誉以及前三季度业绩下滑导致业绩进一步降低, 从市值上来看, 板块整体仍处于历史底部区域。子板块估值方面, 平面媒体估值水平较低, 市盈率 TTM 约为 15X; 营销、广播电视、影视动漫板块处于 25X-35X 之间。

图 3: 传媒板块 TTM 市盈率变化



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

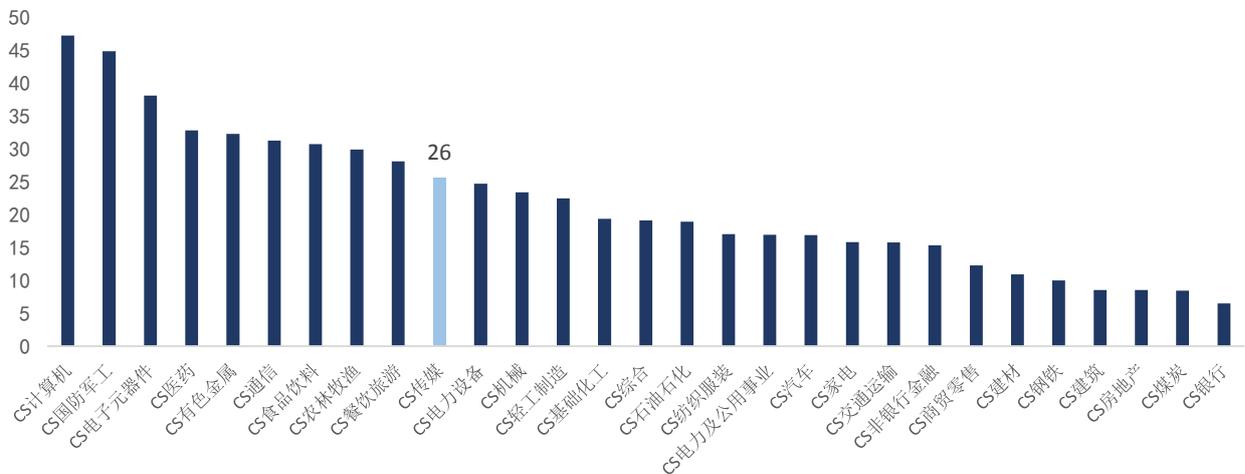
图 4: 市值 (中信传媒指数, 单位: 亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

横向比较: 与中信一级子板块的各个行业相比较, 传媒板块估值水平在 29 个板块中位于第 10 位, PE-TTM 显著低于计算机、电子及通信板块。

图 5: 传媒板块与中信一级板块 TTM 市盈率比较



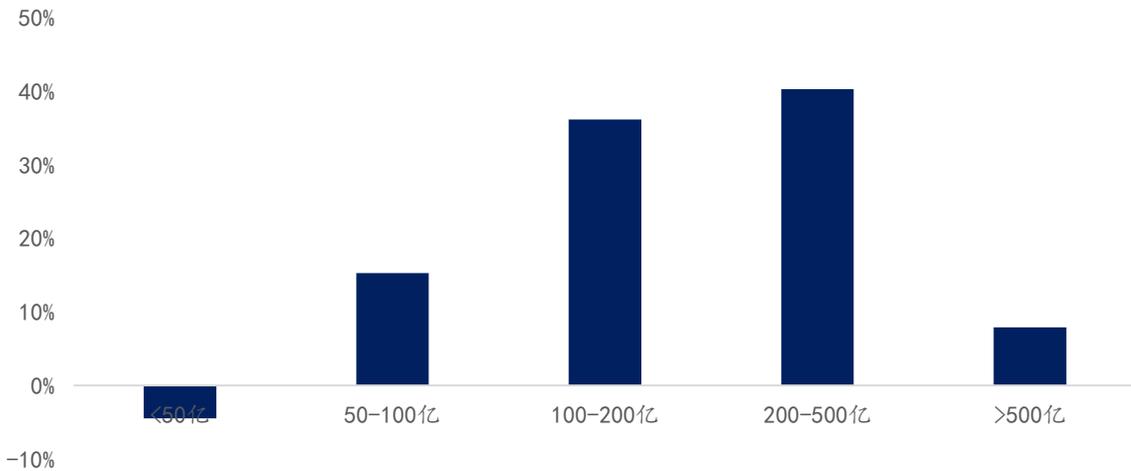
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

个股表现持续分化, 基本面表现更为重要

从个股表现来看, 优质个股表现突出, 部分龙头个股如梦网集团、壹网壹创等年初至 11 月底绝对涨幅达到 200% 以上, 行业涨幅前十的个股平均涨幅达到 127%; 而跌幅最大的如暴风集团等跌幅达到 60%, 二者差距进一步拉大。

从市值表现上来看, 小市值公司跌幅明显, 中等市值公司涨幅较大; 截至 2019 年 11 月 30 日, 传媒板块市值为 100-200 亿区间、200-500 亿区间的公司平均涨幅分别达到 36%、40%。

图 6: 板块涨跌幅分化显著



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 7: 2019 年传媒板块涨幅 TOP10 & 跌幅 TOP10

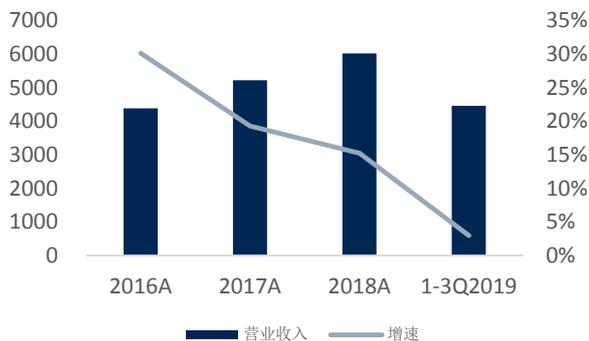
	证券代码	证券简称	年初至今涨幅 (%)	市值 (亿元)	三季度业绩增速 (%)	上一年股价表现 (%)
涨幅榜	002123.SZ	梦网集团	211	178	1	-31
	300792.SZ	壹网壹创	204	134	51	
	603000.SH	人民网	156	205	24	-32
	002555.SZ	三七互娱	134	458	73	-53
	300770.SZ	新媒股份	116	144	65	
	300788.SZ	中信出版	114	87	22	
	603444.SH	吉比特	107	211	34	-18
	600640.SH	号百控股	90	147	11	-32
	300113.SZ	顺网科技	69	149	-21	-30
	300766.SZ	每日互动	68	127	-3	
	平均值		127	184	26	-33
跌幅榜	300431.SZ	暴风集团	-60	11	-91	-62
	600652.SH	*ST 游久	-58	16	-83	-39
	002113.SZ	ST 天润	-54	26	27	-48
	002175.SZ	*ST 东网	-53	12	-5	-58
	002354.SZ	天神娱乐	-50	24	-44	-69
	002247.SZ	聚力文化	-41	24	-20	-65
	600892.SH	大晟文化	-37	30	1	-9
	002071.SZ	长城影视	-36	15	-63	-55
	002445.SZ	ST 中南	-36	17	-48	-74
	300071.SZ	华谊嘉信	-36	16	-24	-54
	平均值	-46	19	-35	-53	

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

上市公司业绩仍处底部、商誉风险降低

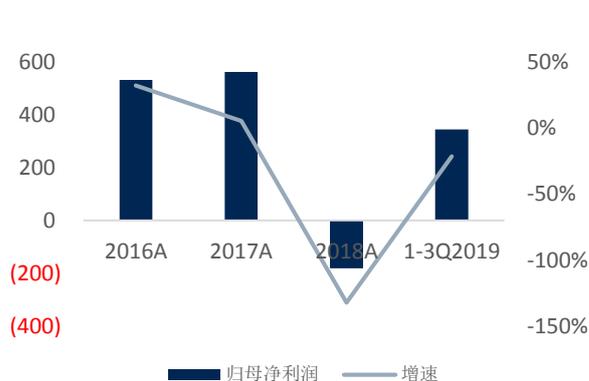
前三季度归母净利润下滑明显但好于 2018 年全年表现。2019 年前三季度 A 股传媒板块 (剔除乐视网、暴风集团等部分个股影响) 实现营业收入 4464 亿元、归母净利润 344 亿元, 同比分别增长 3%、-21%, 增速仍处于底部区域, 但是归母净利润相比 2018 年改善明显。

图 8: 营收及增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

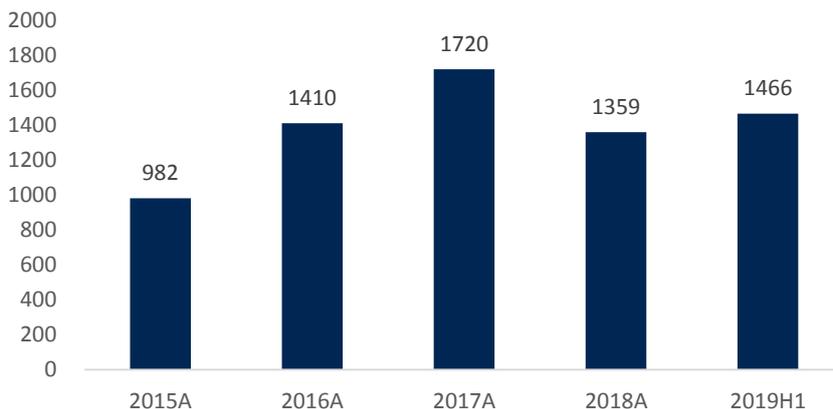
图 9: 归母净利润及增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

商誉风险释放较为充分。A 股传媒板块商誉规模约为 1466 亿元，相比 2017 年 1720 亿元的商誉规模明显下降。而在经历 2018 年年报商誉风险集中释放后，潜在的商誉减值风险得到较大程度的降低。

图 10: 商誉风险充分释放



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

展望 2020: 迎接新成长周期

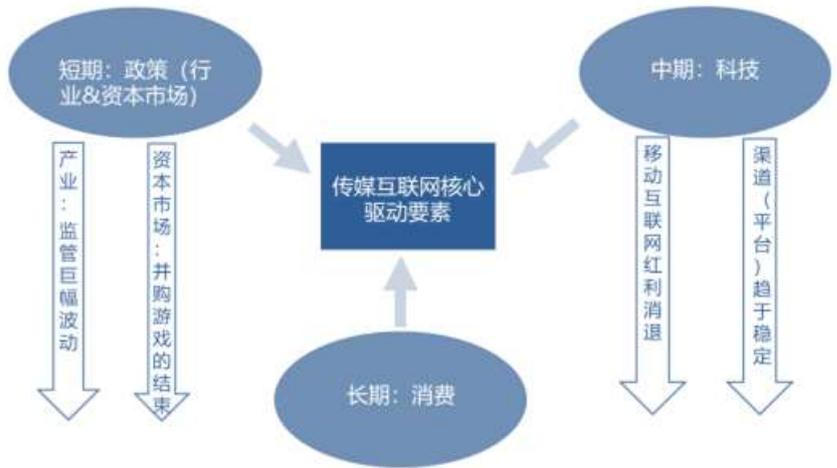
传媒互联网: 三要素驱动下的成长周期

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

2012 年底到 2015 年, 在叠加内容消费需求释放 (典型如电影)、技术进步 (移动互联网普及带动手游、直播、数字营销等领域高速增长)、友好的监管政策 (行业政策及资本市场监管政策, 典型如并购重组等) 三方面因素之下, 传媒互联网行业迎来了行业与资本的高速成长期。

而回望 2016-2019 年上半年, 上述因素均处于边际向下, 这也导致传媒行业无论基本面还是资本市场表现均差强人意。

图 11：传媒行业驱动要素分解及过去 4 年变化趋势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

失落的四年：政策扰动及科技红利边际向下的周期轮转

短期要素：行业及资本市场政策剧变扰动行业成长轨迹

传媒行业过去十余年政策端经历了从产业及投融资支持，到监管从严和规范化管理的转变。2006-2015 年间，由于国内文化传媒产业基础较为薄弱，在此期间政策端对传媒行业融资、税惠方面均给予优惠、大力推动产业发展；伴随互联网、移动互联网技术的推动，网络剧、直播、短视频等细分领域成长迅速。

2016-2019 年间，政策端逐渐加强对影视内容的导向和价值观方面的监管，并开始着手对行业运行过程中的不规范初步出台相关规定（“限薪令”等）。在严控内容监管口径的基础之上，监管方对上游要素及下游渠道运行的规范性均进行了大力整治。政策面主基调主要分为两个方面：内容严控和市场秩序规范度提升。一方面，内容题材管控和网生内容监管并轨：强调影视内容“市场价值要服从于社会价值”，鼓励现实题材剧目；网络视听内容审查与电视台内容审查制度即将并轨。另一方面，“演员薪酬”、“阴阳合同”、“税收问题”等行业规范性监管措施落地，行业主要参与者也发布相关自律文件。

表 1：文化传媒行业政策监管变化

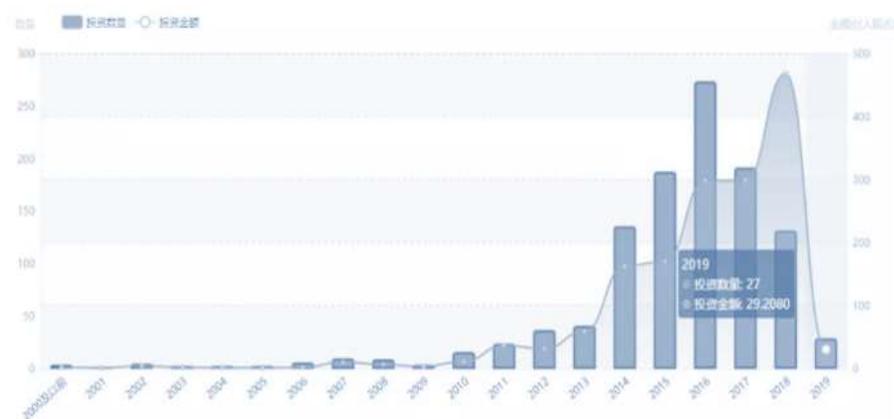
政策导向	发布时间	政策法规	相关内容
2006-2015： 融资支持、税收优惠	2006.9	《国务院关于非公有资本进入文化产业的若干决定》	音乐、科技、体育、娱乐的非公有资本可以投资参股下列领域国有文化企业：出版、发行，新闻出版单位的广告、发行，广播电台和电视台方面的节目制作，电影制作发行放映。
	2011.1	中共中央《关于支持文化企业发展若干税收政策问题的通知》	电影集团公司、电影制片厂及其他电影企业取得的销售电影拷贝收入、转让电影版权收入、电影发行收入以及在农村取得的电影放映收入免征增值税和营业税
	2014.4	国务院《进一步支持文化企业发展的规定》	给予电影、广播电视运营、动漫等文化企业税收优惠，鼓励文化与金融对接，探索国有文化企业股权激励机制等等
	2014.4	国务院《文化体制改革中经营性文化事业单位转制为企业的规定》	推动政府部门由办文化向管文化转变，建立党委和政府监管国有文化资产的管理机构，实行管人管事管资产管导向相统一
	2014.4	中国人民银行、财政部、文化部《关于深入推进文化金融合作的指导意见》	《意见》从认识推进文化金融合作重要意义、创新文化金融体制机制、创新文化金融产品及服务、加强组织实施与配套保障这四个方面提出了深入推进文化金融合作的要求
	2014.6	《关于支持电影发展若干经济政策的通知》	明确重点任务：加强电影事业发展专项资金的管理、加大电影精品专项资金支持力度、通过文化产业专项资金重点支持电影产业发展、对电影产业实行税收优惠政策、实施中西部地区县级城市影院建设资金补贴政策、对电影产业实行金融支持政策等
	2015.2	财政部《财政部关于重新修订印发（文化产业专项资金管理暂行办法）的通知》	巩固文化金融扶持计划。继续扶持实体书店发展，开展新闻出版业数字化转型升级。加快推动影视产业发展，促进文化创意和设计服务与相关产业融合。支持特色文化产业发展，推动对外文化贸易发展，推动传统媒体和新兴媒体融合发展
	2016.7	《关于开展打击网络侵权盗版“剑网 2016”专项行动的通知》	将网络文学纳入 2016 年网络版权重点监管工作
	2016.11	《互联网直播服务规定》	互联网直播服务提供者提供互联网新闻信息服务的，应当依法取得互联网新闻信息服务资质，并在许可范围内开展互联网新闻信息服务。
	2016.12	广电总局对网生内容推行“备案登记制”	开展互联网新闻信息服务的互联网直播发布者，应当依法取得互联网新闻信息服务资质并在许可范围内提供服务。投资超过 500 万元的网络剧和超过 100 万元的网络电影上线播放需备案登记。2017 年年初，腾讯视频、爱奇艺等平台依照规定对“无证”网络剧集中下架处理。
2016-2017： 加强内容监管、着手行业规范性监管	2017.2	《版权工作“十三五”规划》	“十三五”时期要加大版权执法监管力度，加强对网络文学、影音、游戏、动漫、软件等的监测监管，把 APP、网络云存储空间、网络销售平台等纳入版权有效监管
	2017.5	文化和旅游部关于印发《全国文化市场黑名单管理办法》的通知	文化和旅游部负责指导全国文化市场黑名单管理工作，建立全国文化市场黑名单管理系统和数据库，向社会公布全国文化市场黑名单
	2017.6	《网络文学出版服务单位社会效益评估试行办法》	对从事网络文学原创业务、提供网络文学阅读平台的网络文学出版服务单位进行社会效益评估考核。
	2017.6	《网络剧、微电影等网络视听节目内容审核通则》	在规定审核原则、导向要求等基础上，就坚持正确的政治导向、价值导向和审美导向，坚守节目内容底线，从多个方面做出详细规定。
	2017.7	人民日报批评《王者荣耀》	一评《王者荣耀》称，作为游戏，《王者荣耀》是成功的，而面向社会，它却不断在释放负能量；二评《王者荣耀》称，社交游戏监管刻不容缓。
	2017.9	《关于电视剧网络剧制作成本配置比例的意见》	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%。
	2017.9	《关于支持电视剧繁荣发展若干政策的通知》	再度强调按照媒体融合的总体思路，对电视剧、网络剧实行同一标准进行管理，强调对重点网络剧创作规划实行备案管理，鼓励优秀电视剧制作机构积极投入网络剧制作，提升网络剧整体创作水平等。
	2017.1	《加强广播电视节目网络传播管理的通知》	全面清查在网上的广播电视节目，加强广播电视节目网络上架审核；规范各平台对网络节目的管理，确立严格、统一的审核标准。一旦节目的导向、价值观、内容出现问题，相关网络播出平台需要删改处理，问题严重的要立即下架。凡被通报或者处理过的节目，播出机构要迅速联系相关网络播出平台清理下架，绝不允许在网络继续传播。
	2018.1	广电总局《进一步加强广播电视节目备案管理和违规处理的通知》	停播节目不可复播
	2018.3	腾讯、优酷、爱奇艺联合发布倡议书	共同抑制不合理的高片酬现象
2018.3	广电总局 NA	游戏版号暂停审核	
2018 至今： 内容生产要素监管、规范行业秩序	2018.4	国家广播电视总局全国电视剧创作规划会议	国家广播电视总局局长、党组书记聂辰席强调：戏说历史类非现实类剧集将不受欢迎，另外强调市场价值要服从于社会价值
	2018.5	国家税务总局和江苏省等地方税务局依法对明星税务阴阳合同一事开展调查核实	将严格依法处理违反税收法律法规的行为
	2018.6	中宣部，文化部，国家税务总局，广电总局，电影局印发《通知》	要求对影视行业存在的“天价片酬”、偷逃税、不遵守合约等诸多乱象进行治理
	2018.9	爱奇艺、优酷、腾讯视频、正午阳光、华策影视、柠檬影业、慈文传媒、耀客传媒、新丽传媒发布联合声明	抵制艺人天价片酬现象，抵制偷逃税、“阴阳合同”等违法行为
	2018.11	北京市广播电视局重点原创网络视听节目备案新规	网络视听内容审查与电视台内容审查即将并轨，规定了重点原创网络视听节目的备案制度
	2018.11	广电总局《关于进一步加强广播电视和网络视听文艺节目管理的通知》	综艺节目参照电视剧限制演员薪水等
	2018.12	游戏版号再次下发	

资料来源：各部门官方网站，国信证券经济研究所整理

资本市场亦持续收紧，一二级市场同时趋冷、压制传媒行业外延成长逻辑。1) 在行业监管政策刺激下，13-15年从内容到渠道，均迎来高速发展期；2) 在行业高成长之下，叠加外延并购政策支持，A股传媒上市公司业绩与外延并购均处于快速成长期，为同期传媒板块表现奠定基础；3) 16年以来，在政策持续收紧背景下，行业内生开始下降，同期外延并购政策趋严、商誉风险开始显现，导致传媒板块基本面及二级市场表现面临考验。

同时从一级市场来看，IT桔子数据显示，截止2019年12月2日，今年共有283家文娱公司获得了投资，但与去年706起融资事件相比减少了59.9%。在经历了2018年的低迷之后，2019年文娱领域投资事件仍在持续下降，并且下降幅度创历史之最。

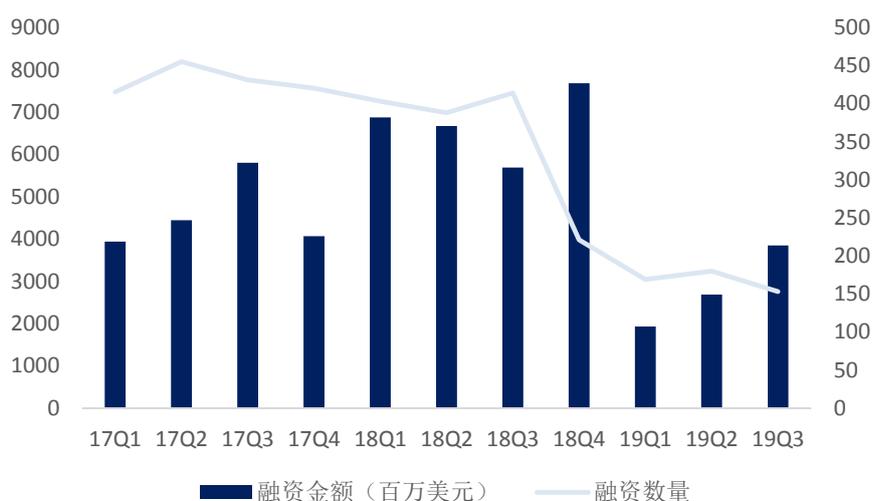
图 3: 2019 年影视领域投融资数量及金额显著下降



资料来源：IT 桔子，国信证券经济研究所整理

从互联网领域投融资来看，2019 年前三季度无论融资数量还是融资近额，均呈现大幅下滑的趋势。行业发展减速，融资活跃度下降，行业进入转型调整、动能转换的新时期。

图 4: 互联网领域投融资亦显著下降



资料来源：投中数据，国信证券经济研究所整理

中长期要素：移动互联网红利接近尾声，需求增速边际向下

移动互联网月活跃设备用户数增速显著放缓，互联网人口红利消退。CNNIC 数

据显示，截至 2019 年 6 月，我国手机网民规模为 8.47 亿人，同比增长 7.5%，手机网民站整体网民比例已高达 99.1%，移动智能终端带来的流量红利临近结束；从用户上网时长上来看，亦逐步趋于稳定，在缺乏新的科技进步所带来的应用创新之下，新赛道难以出现、边际增速下降。

图 5：中国手机网民规模及网民占比



资料来源：CNNIC，国信证券经济研究所整理

图 6：人均每周上网时长



资料来源：QuestMobile，国信证券经济研究所整理

外部环境：宏观经济波动导致 B 端广告需求下降

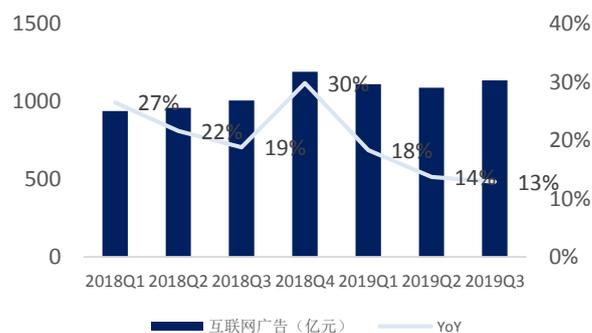
受制于宏观经济状况，广告投放增速显著下降，B 端传导压力加大。1) 在宏观经济和居民收入增速下行背景下，广告投放增速显著下滑，根据 CTR 的统计数据，前三季度全媒体刊例投放下降 8.0%，创三年新低；同时从互联网广告投放来看，虽然整体仍处于增长状态，但是增速亦呈现下滑的趋势；对处于中间环节的代理公司及媒体运营公司营收增长带来挑战；2) 作为传媒互联网行业的核心收入来源之一，广告增速的持续放缓也将对于依赖 B 端采购需求的行业产生压力，典型如电视剧等行业。

图 7：CTR 全媒体广告增速前三季度四年新低



资料来源：CTR，国信证券经济研究所整理

图 8：互联网广告增速持续下滑



资料来源：QuestMobile，国信证券经济研究所整理

2020：新成长周期渐行渐近

政策：监管政策落地，边际改善可期

要素端、内容端、渠道端监管政策均逐步落地，传媒板块政策风险不确定性降低。1) 2016 年以来行业监管逐步收紧，对 A 股内容板块情绪影响较大，2018 年底以来，要素端演员限薪、补税政策及具体方案均逐渐落地，内容端影视题材、节目导向政策指引明确，渠道端网生内容审查与电视台内容政策并轨，我们认为从传媒全产业链来看其面临的政策不确定性已大幅降低。2) 2019 年初

开始游戏版号重启发放、部分受限题材影视剧国庆后逐步放行等，政策的不确定性正在逐步向好。

表 2：传媒行业要素端、内容端、渠道端监管政策及事件落地

产业链环节	时间	落地政策及事件
要素端	2018 年 10 月	税务部门对范冰冰“阴阳合同”案件追缴税款及各项罚款共计 8.84 亿
	2018 年 11 月	税务部门对在 2018 年 12 月 31 日前自查自纠并到主管税务机关补缴税款的影视企业及相关从业人员，免于行政处罚、不予罚款
内容端	2018 年 2 月	广电总局对网络节目低俗节目进行明确限制
	2018 年 4 月	国家广播电视总局强调戏说历史类非现实类剧集将不受欢迎，另外强调市场价值要服从于社会价值
渠道端	2018 年 11 月	北京市广播电视局对网络视听内容审查与电视台内容审查即将并轨，规定了重点原创网络视听节目的备案制度

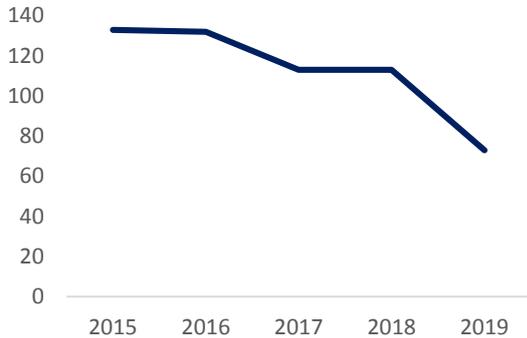
资料来源：各部门官方网站，国信证券经济研究所整理

资本市场监管政策逐步松绑。1) 重大资产重组新规发布、创业板再融资新规征求意见稿发布等，以中小创为主体的 A 股传媒互联网企业资本市场工具手段有望逐步恢复；2) 经历行近 4 年行业下行及严监管周期，上市公司经营质量以及资产负债表风险得到充分释放，有望在新一轮成长周期轻装上阵。

内容 VS 平台：内容供给侧出清，平台端或迎全新变局

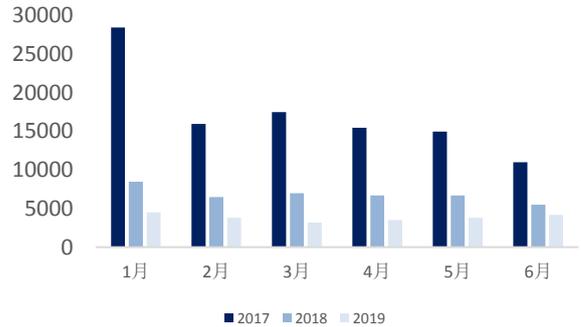
监管及资本寒冬之下，上游内容产业显著出清，存量竞争格局有望改善。在监管趋严、热钱退却的背景下，内容供给侧产能得到较为充分的出清；以电视剧行业为例，2019-2021 年度《电视剧制作许可证（甲种）》机构名单共计有 73 家，较 2017 年、2018 年的 113 家，减幅高达 35%；同时从手游市场来看，受版号发放数量等多方面限制，新手游上线数量亦呈现出显著下降的趋势。而在终端需求依然旺盛的背景下，存量机构有望获得更高市场份额。

图 9: 电视剧甲证数量显著下降



资料来源: CTR, 国信证券经济研究所整理

图 10: Appstore 新游戏上线数量显著下降



资料来源: 七麦数据, 国信证券经济研究所整理

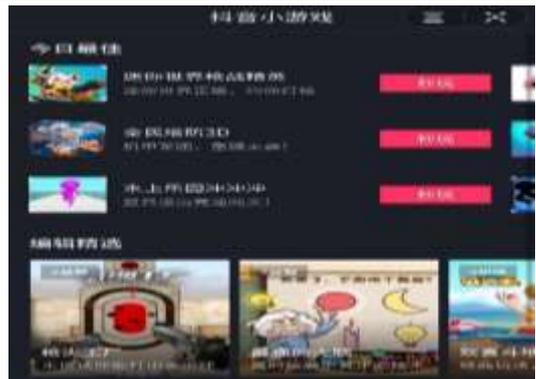
平台端格局有望重构, 利好上游内容版块。抖音上线小游戏, 未来游戏发行领域有望迎来全新变局; 苹果上线流媒体平台、华为发布荣耀智慧屏, 硬件厂商入局或搅动互联网内容分发江湖; 芒果超媒的快速成长印证了内容公司的另一种成长可能。

图 11: 苹果上线 TV+



资料来源: 苹果官网, 国信证券经济研究所整理

图 12: 抖音小游戏

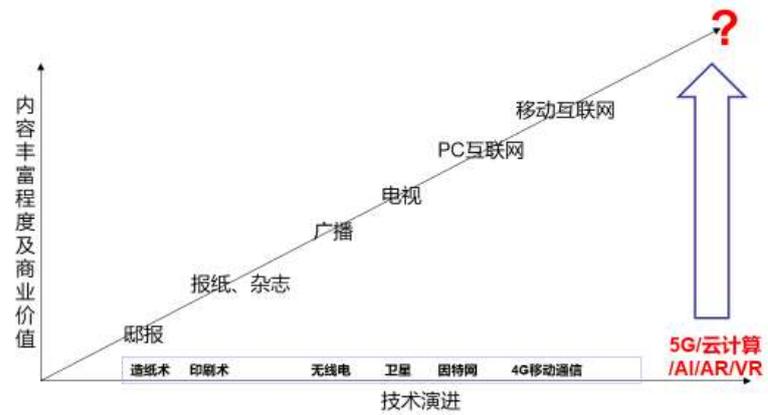


资料来源: 抖音 APP, 国信证券经济研究所整理

中长期机遇: 新科技加速落地, 驱动传媒互联网迎来版块性机会

传媒行业供给创造需求, 技术进步引发媒介革命, 内容与新型媒体互相融合, 形式及商业模式、市场空间随之巨变。历史上来看, 在新技术的引入推动之下, 媒介(平台)端不断发生变化、诞生全新赛道和商业机会。历史上来看, 在显示及数据传输技术推动下, 过去数十年相继诞生了电视、PC 互联网、移动互联网等全新平台及相应机会; 当前时点来看, 5G 快速落地, 云计算、AI、AR/VR 等新兴技术逐步成熟应用, 在新科技加持之下, 传媒互联网新一轮成长周期可期, 有望诞生全新赛道性机会。

图 13: 新科技红利渐行渐近

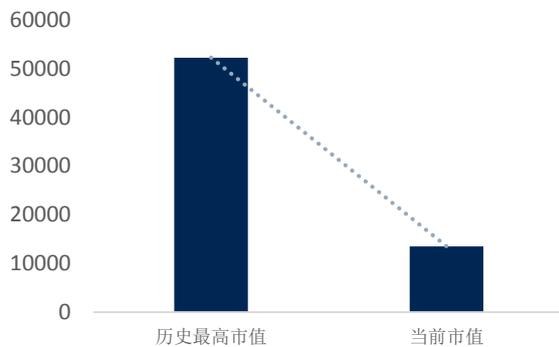


资料来源: 国信证券经济研究所整理

A 股传媒板块: 酝酿深蹲起跳机遇

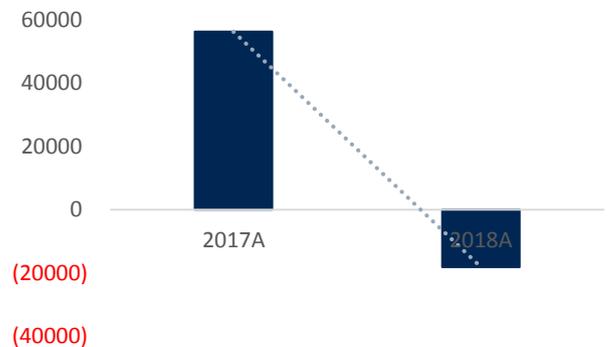
行业成长周期叠加政策及资本市场周期, A 股传媒板块调整相对充分。A 股传媒互联网行业持续经受行业下行周期以及政策、资本市场多重考验, 基本面和估值持续双杀, 当前市值仅相当于历史最高市值的 26% (按照个股最高市值加总计算, 剔除乐视网、印记传媒、暴风集团等标的); 18 年底的巨额商誉减值亦导致全行业利润出现大幅亏损。

图 14: 当前市值约相当于历史最高市值的 26%



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

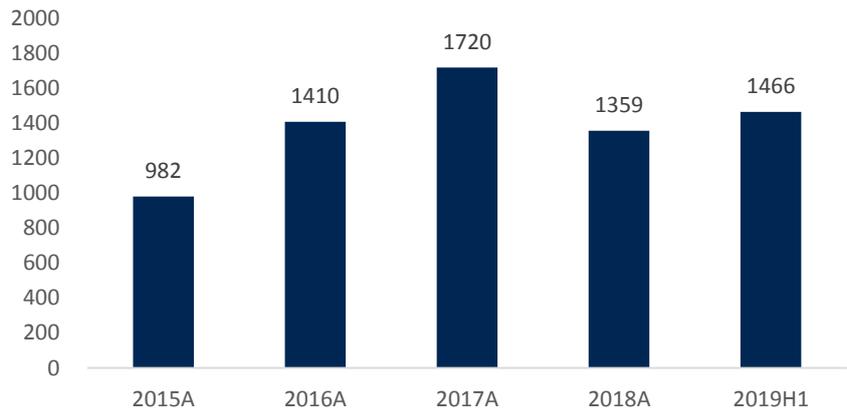
图 15: 2018 年商誉减值等因素导致全行业巨额亏损



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

商誉风险大幅降低, 低基数背景下具备向上空间。1) 截至中报, A 股传媒板块商誉规模约为 1466 亿元, 相比 2017 年 1720 亿元的商誉规模明显下降。而在经历 2018 年年报商誉风险集中释放后, 潜在的商誉减值风险得到较大程度的降低; 2) 剔除商誉减值因素影响, 2018 年 A 股传媒互联网板块归母净利润亦同比下滑约 45%; 3) 较低的主业基数以及商誉减值风险的降低有望为 A 股传媒板块业绩底部反转奠定较好基础。

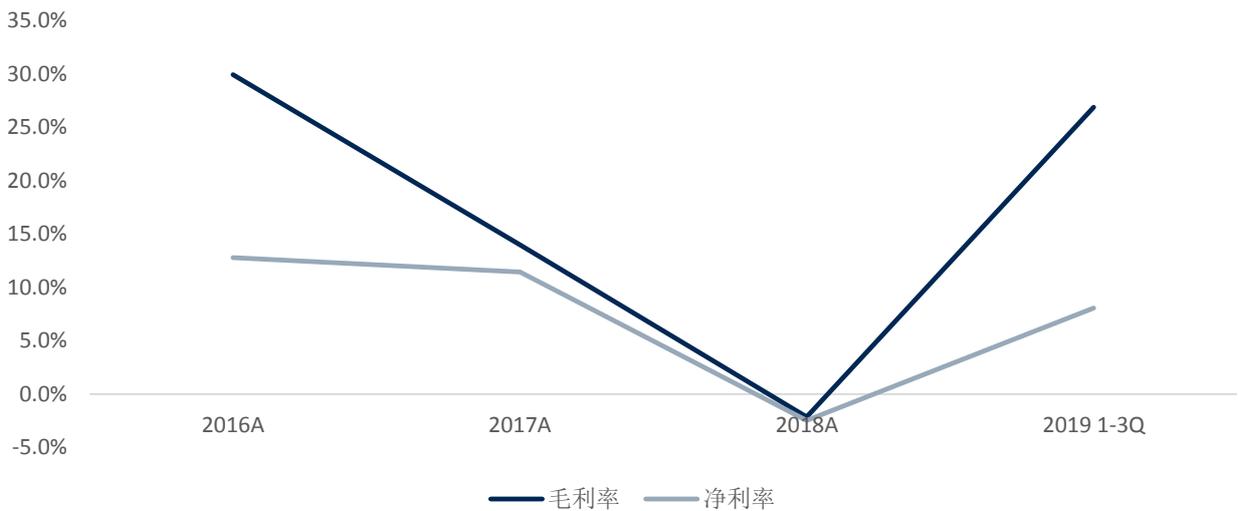
图 16: 商誉风险充分释放



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

前三季度经营质量已开始拐点向上。从净利率和毛利率上来看, 在经历了 17/18 年的大幅下滑之后, 2019 年前 3 季度上市公司整体毛利率和净利率向上改善明显。

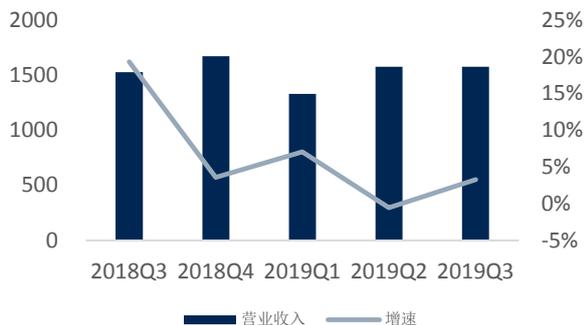
图 17: 毛利率及净利率触底回升



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

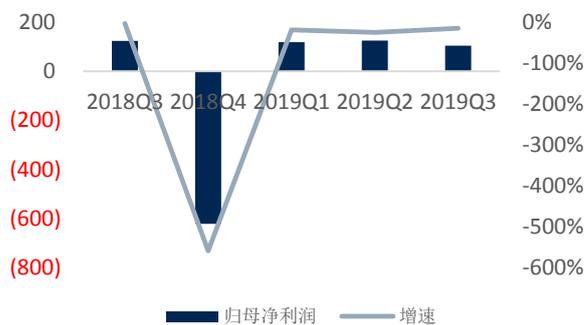
Q3 单季度营收及净利润表现亦开始底部向上。A 股传媒板块实现营业收入 1577 亿元、归母净利润 104 亿元, 同比分别增长 3%和-16%, 相比上半年及 Q2 增速显著改善, 拐点向上趋势愈加明显。

图 18: 营收增速触底向上



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 19: 归母净利润同比转正



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

经历周期洗礼，板块有望具备巨大深蹲起跳弹性。 1) 从过去 4 年表现来看，行业基本面经受了科技红利边际影响降低、产业及监管政策变化等多重因素的不利影响；2) 从边际趋势来看，监管政策逐步趋于稳定、新一轮科技应用正在逐步落地（如 5G、云计算、AI、AR/VR 等），在不缺乏终端需求背景下，行业有望迎来新一轮成长周期；3) 从成长周期来看，当前 A 股传媒板块无论市值或者盈利能力都处在成长周期底部，在过去几年行业集中度不断提升背景下，新一轮成长周期若能开启，A 股头部公司将具备“行业成长+周期反转”的双重弹性，有望迎来巨大的深蹲起跳弹性（典型如影视剧行业）。

低基数及新成长周期有望带动行业重新拐点向上。 1) 从行业自身成长周期、监管政策以及宏观经济预期等因素传到上来看，自 2018 年 Q3 开始行业营收和利润规模无论绝对值还是增速均开始加速下行并持续至今年上半年，预计上述因素影响仍将持续一段时间，但是对行业的边际影响正在过去（典型如游戏行业）；在低基数之上、特别是 2018 年 Q4 全行业大规模商誉集体导致的利润大幅下滑之后，A 股传媒板块业绩增速有望迎来反转；2) 除此之外，以 5G、AI 等为代表的新技术也正在持续落地，有望带动行业进入全新成长周期。

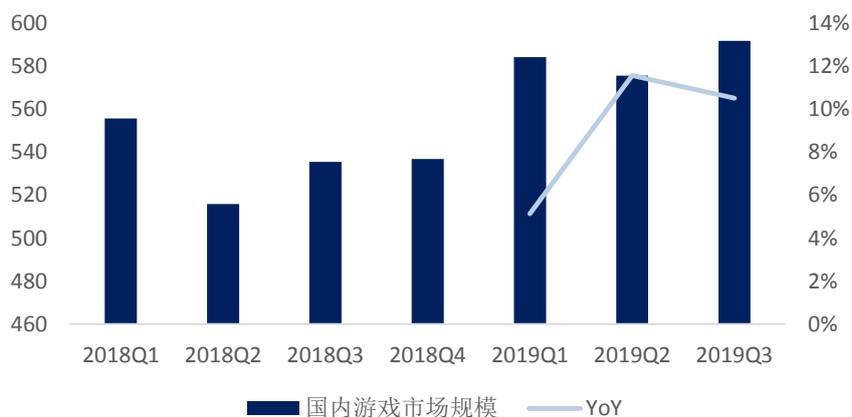
细分行业：内容产业周期底部向上，新科技落地催生全新赛道机会

内容行业：周期底部向上，推荐游戏及影视动漫版块

游戏：需求不减、版号落地，精品化及游戏出海推动行业持续成长

游戏行业继续保持较高增速。 根据游戏工委的统计数据，2019 年第三季度，国内游戏产业实现销售收入 592.1 亿元，相比 2018 年第三季度增长 56.2 亿元，同比增长 10%，环比增长 2.8%，继续保持了较高的增速改善趋势。

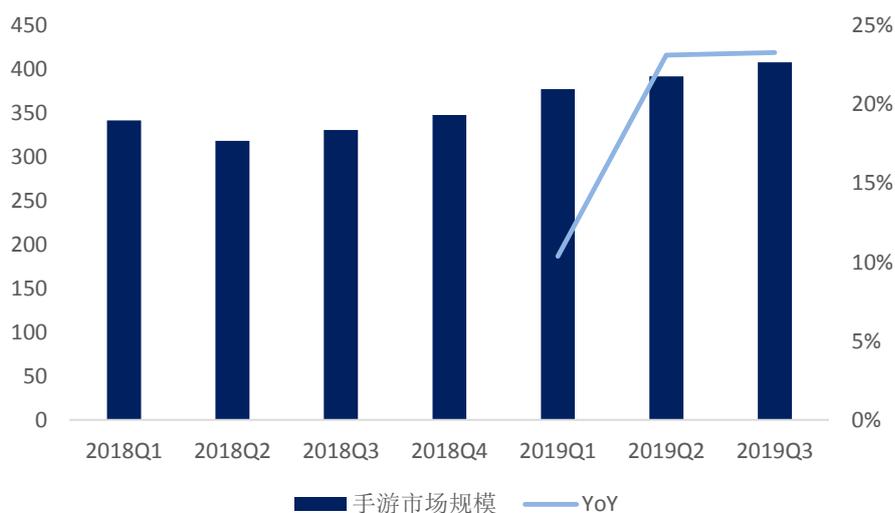
图 16: 游戏市场规模 (亿元) 及增速



资料来源: 游戏工委, 国信证券经济研究所整理

2019 年第三季度移动端游戏市场销售收入达到 408.1 亿元, 相较于 2018 年第三季度增加 61.44 亿元, 同比增长 20%, 环比增长 4.1%, 2019 年环比增速基本稳定。

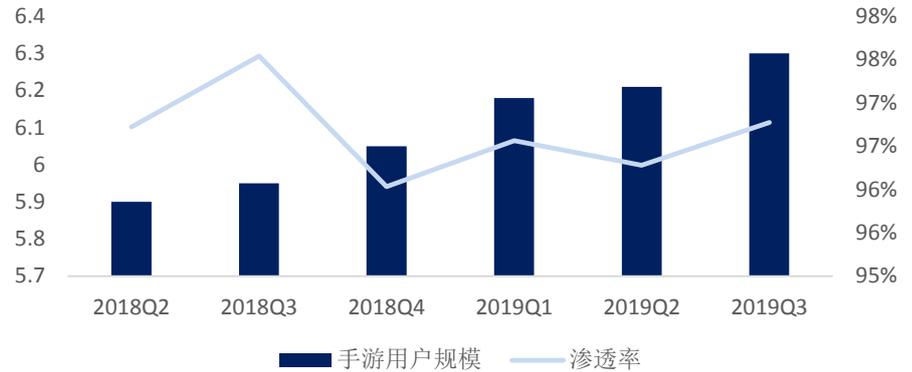
图 17: 移动游戏市场规模 (亿元) 及增速



资料来源: 游戏工委, 国信证券经济研究所整理

国内手游用户增速下行, 云游戏及出海市场有望进一步提升市场空间。2019 年第三季度较 2018 年第三季度用户规模仅增加 0.4 亿人, 同比增长 6.18%; 同比增速逐渐下降, 由 2019 年第一季度的 1.7% 下降至第三季度的 1.0%, 增速放缓。

图 18: 手游用户规模及渗透率 (%游戏用户)



资料来源: 游戏工委, 国信证券经济研究所整理

海外市场是中国自主研发游戏收入的重要收入来源, 增速显著高于整体表现。1) 上半年中国自主研发游戏海外市场实际销售收入达 55.7 亿美元, 同比增速 20.2%, 继续保持高速增长。其中角色扮演类、策略类多人竞技类(MOBA)游戏最受欢迎, 收入合计占据海外总收入的 83%。中国企业持续布局海外市场, 自主研发游戏的海外市场销售收入从 2018H1 的 46.3 亿美元进一步提高至 2019H1 的 55.7 亿美元, 增速高于自主研发游戏国内市场收入增速; 2) 而根据 Newzoo 的预计, 2019 年全球游戏市场将实现 1521 亿美元销售收入, 其中中国市场实现销售收入 365 亿元, 占全球市场比重为 24%, 中国市场之外孕育巨大潜在市场。

图 12: 2015H1-2019H1 中国自主研发游戏海外市场实际销售收入及增速



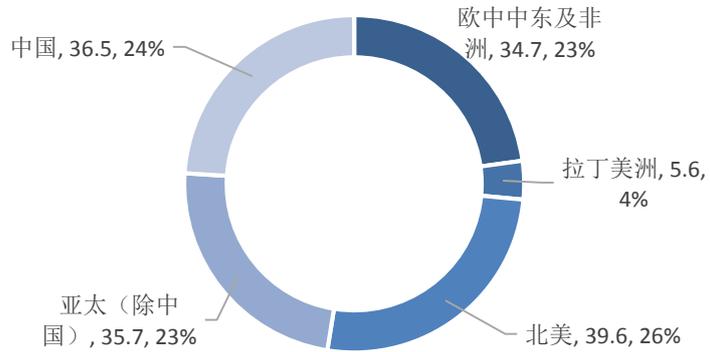
资料来源: 游戏工委、国信证券经济研究所整理

图 13: 2015H1-2019H1 出海收入增速 VS 整体增速



资料来源: 游戏工委、国信证券经济研究所整理

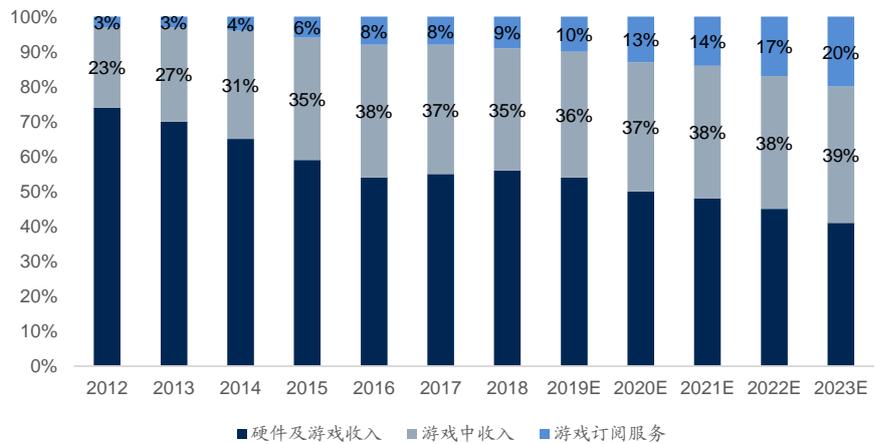
图 20: 游戏出海孕育巨大市场空间



资料来源: Newzoo、国信证券经济研究所整理

云游戏有助于进一步扩充游戏品类、提升用户基数和 ARPU 值。 1) 当前游戏推广主要以图文及视频广告为主, 云游戏技术有望带动游戏试玩模式成熟, 有助于进一步降低用户获取成本, 扩充用户基数; 2) 云游戏的普及亦有助于高品质游戏的快速导入, 从而提升用户游戏体验和付费意愿, 提升用户 ARPU 值; 3) 同时云游戏亦有助于催生更多游戏娱乐形态, 提升游戏产品变现广度和深度。

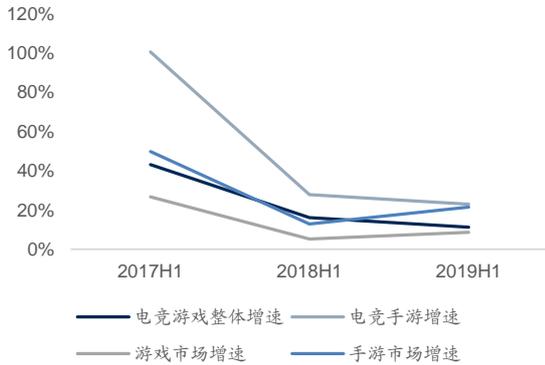
图 21: 云游戏有望进一步提升市场容量



资料来源: Newzoo、国信证券经济研究所整理

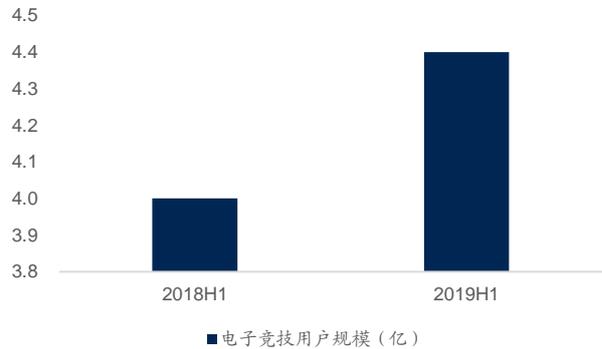
游戏电竞化进一步延长游戏生命周期、提升游戏产业价值。 1) 2019H1 中国电子竞技游戏市场实际销售收入 465 亿元, 同比增长 11.3%。电子竞技游戏市场近三年均保持了两位数较快增长; 2) 用户规模方面, 中国电子竞技用户规模为 4.4 亿人, 同比增长 11.2%; 在整体游戏用户增长放缓的情况下, 电子竞技用户继续保持了高速增长; 3) 在游戏产品及电竞赛事、直播等推动下, 游戏电竞化有望进一步扩大游戏用户基数、延长游戏产品生命周期、进一步提升游戏产业价值。

图 14: 2017H1-2019H1 电竞游戏整体增速、电竞手游增速、游戏市场增速和手游市场增速对比



资料来源: 游戏工委、国信证券经济研究所整理

图 15: 2018H1 & 2019H1 电子竞技用户规模

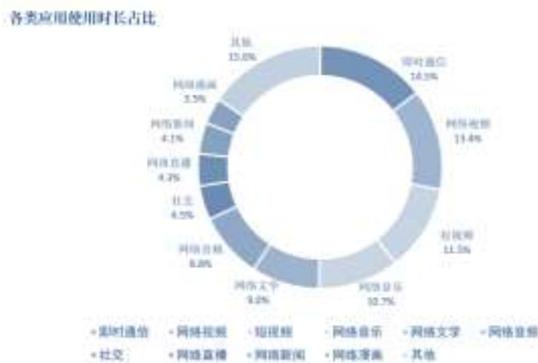


资料来源: 游戏工委、国信证券经济研究所整理

影视剧: 旺盛的需求叠加供给侧的出清

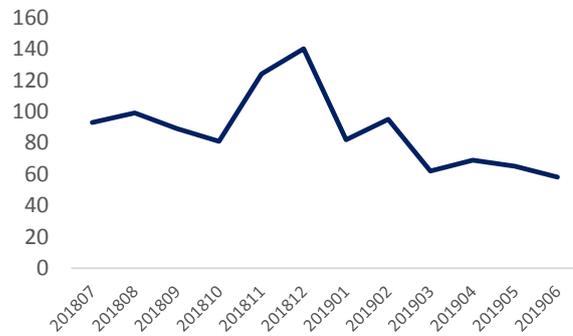
国产影视内容制作产持续走低,需求端依然旺盛。1)在题材限制以及演员限薪、电视剧限价的背景下,电视剧公司面临的经营不确定性显著提升,导致供给端显著收缩,无论是甲证机构数量亦或电视剧备案数量均呈现直线下降的趋势;2)而从需求端来看,根据 CNNIC 的用户使用时长数据,19 年上半年网络视频在用户使用时长上占比 13.4%,依然处于第二的位置,用户需求依然旺盛;3)在供给收缩、终端需求依然刚性的背景下,头部内容公司的市占率及业绩弹性有望在新一轮内容周期中得到明显释放。而从近期政策趋势来看,内容制作公司所面临的政策不确定性正在持续下降,影视剧行业有望迎来底部反转机遇。

图 22: 网络视频市场占比位居第二



资料来源: CNNIC, 国信证券经济研究所整理

图 23: 电视剧备案数量直线下降



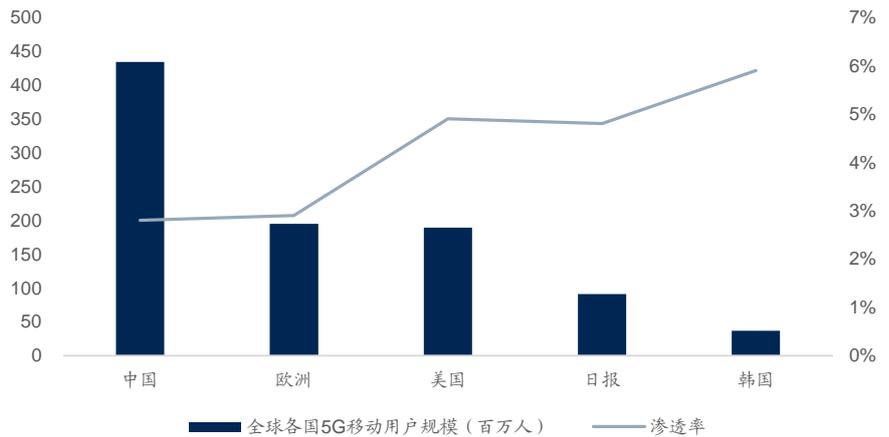
资料来源: 广电总局, 国信证券经济研究所整理

科技赋能, 新一轮革命正在孕育生机

5G 加速落地, 大带宽、低延时特性有望催生全新赛道机会

根据 GSMA 的预测,截至 2025 年,中国 5G 移动用户规模有望达到 4.34 亿人,网络端基础设施迎来巨大提升。根据 GSMA 的数据,到 2025 年,中国将成为全球最大的 5G 市场,网络渗透率将达到 30%左右;在 5G 网络快速渗透之下,互联网传媒领域有望诞生全新赛道机会。

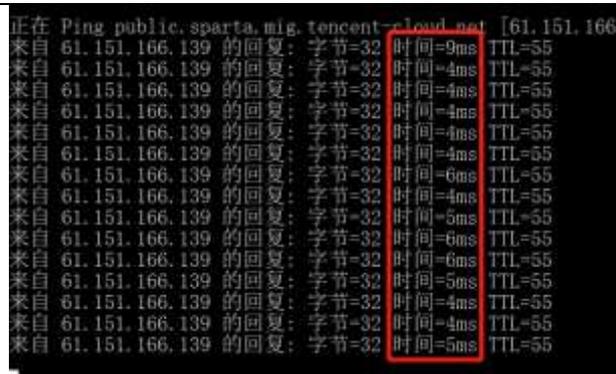
图 24: 2025 年全球各国 5G 移动用户规模及渗透率预测情况



资料来源: GSMA, 国信证券经济研究所整理

当前移动端 4G 技术, 带宽和延迟对部分应用场景存在较大限制。现有 4G 条件下, 网络用户可获得的传输速率约为 10M/s, 而 5G 环境下, 最低传输速率可达到 0.1-1Gbps; 从延迟角度来看, 4G 网络下, 基站到端的延迟为 10ms, 难以满足部分重度应用如云游戏的实时交互要求。实测角度来看, 相同设备、环境下, 4G 网络的延迟约为 64-104ms, 无线网络延迟仅为 4-9ms, 4G 端到端延迟约为无线网络的 12-16 倍。

图 25: 实测无线环境下网络延迟为 4-9ms 之间



资料来源: 国信证券经济研究所整理

图 26: 实测 4G 环境下网络延迟为 64-104ms 之间



资料来源: 国信证券经济研究所整理

5G 的高带宽和空口低网络延迟, 有助于提升用户体验。5G 网络的主要优势在于, 数据传输率要远远高于以前的蜂窝网络, 最高可达到 10Gbit/s, 约为 4G LTE 蜂窝网络的 100 倍。同时, 相比于 4G, 5G 拥有更快的响应时间, 即更低的网络延迟。数据显示, 5G 的响应时间低于 1ms, 而 4G 的响应时间则为 30-70ms。在连续广域覆盖和高移动性能下, 5G 的用户体验速率达 100Mbit/s。

表 3: 4G 及 5G 关键指标

关键性能指标	定义	4G	5G
用户体验速率 (bps)	真实网络环境下用户可获得的最低传输速率	10Mbps	0.1-1Gbps
连接数密度 (/Km ²)	单位面积上支持的在线设备综合	10 万 /Km ²	100 万 /Km ²
端到端时延 (ms)	数据包从源节点开始传输到被目的节点正确接收的时间	10ms	1ms
移动性 (Km/h)	满足一定的性能需求时, 收发双方间的最大相对移动速度	350Km/h	500+Km/h
流量密度 (bps/Km ²)	单位面积区域内的总流量	0.1Mbps/Km ²	数 +Tbps/Km ²
用户峰值速度 (bps)	用户可获得的最高传输速率	1Gbps	数+Gbps

资料来源: 国研网, 国信证券经济研究所整理

5G 大带宽、低延时特性带动全新应用场景落地。 1) 5G 具有高速率(增强型移动宽带, eMBB)、大容量(大规模机器通信, mMTC)、低时延(高可靠低时延通信, URLLC)的特性; 2) 基于以上特征, 5G 在云游戏、超高清视频内容、VR、AR 等大带宽、低延时等领域有望为 C 端用户带来更好的用户体验, 相关应用有望逐步落地, 催生全新赛道。

图 27: 5G 应用场景

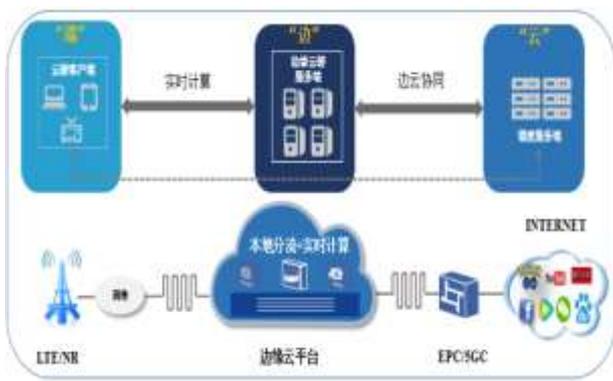


资料来源: IDC, 国信证券经济研究所整理

云游戏：游戏产业进入新时代，大变革下内容、平台迎来全新成长机遇

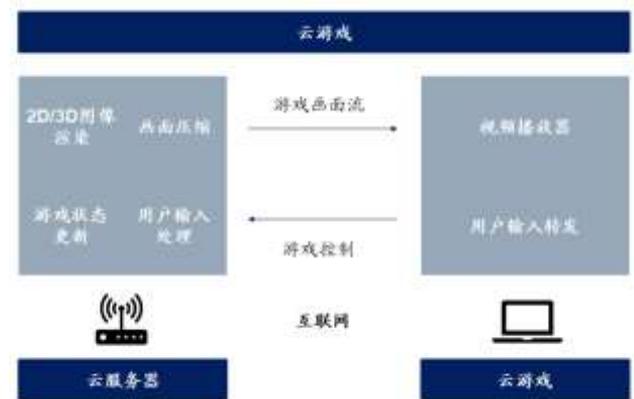
云游戏是以云计算为基础的游戏形式，本质上为交互性在线视频流。1) 与本地游戏不同，在云游戏的场景下，所有游戏都在云端服务器存储及运行，并将渲染完毕后的游戏画面压缩后通过网络传送给用户；2) 玩家游戏终端无需拥有强大的图形运算与数据处理、存储能力，仅需拥有基本的流媒体播放与数据交互能力；3) 对用户而言，通过云游戏技术可以在大幅降低硬件开销的同时体验到高品质游戏，同时也可以实现游戏在多屏幕终端的融合统一；4) 对于游戏开发者来说，则可以降低硬件束缚、扩大用户群体数量；同时通过提升游戏品质，也将有助于提升用户 ARPU 值；5) 对于云服务提供商来说，则有望打造全新的服务收入模式，重塑游戏产业链格局；并且基于云端运算分发体系、打造全新产品和服务。

图 28：云游戏端到端示意图



资料来源：通信世界网，国信证券经济研究所整理

图 29：云游戏的处理过程



资料来源：智东西，国信证券经济研究所整理

云游戏带来的改变：

游戏用户：更低的门槛、更好的体验

1) 硬件门槛大幅降低，非游戏开销有望显著降低

云游戏使所有终端变成“游戏本”，大大降低了玩家进入游戏的门槛，有助于扩展用户基数、提升用户体验。云游戏模式下，本地设备主要负责视频流的解码及用户本地操作的输入，对终端硬件设备的要求大幅降低，从而使得游戏特别是高品质游戏的硬件门槛得到解决，有助于大幅提升用户体验、扩展用户基数。

相比用户直接购买游戏主机硬件，云游戏的周边费用更低。1) 由于游戏特别是重度游戏在画面效果等方面的快速迭代升级，用户在硬件方面需要持续的投入（典型 2-3 年需要升级主要的硬件设备），以 PC 为例，要满足主流游戏体验，普遍 3 年左右需要升级显卡、CPU 等主要硬件，按照中等主机配置 6000 元计算，年平均硬件开销接近 2000 元（考虑折旧残值）；2) 而采用云游戏的模式，玩家的主要费用主要来自于宽带费用和云游戏平台使用费；在降速提非的背景下，宽带费用预计不会对用户带来额外的费用开销；而从平台使用费来看，假如采用按照时长收费的模式，对于大部分用户来说，考虑到游戏时间有限，预计会显著低于本地主机年化硬件开销费用。3) 同时云游戏也有助于用户在无需更换终端配置的情况下，体验不同性能配置，使用户体验游戏和终端的自由度和灵活性显著提升。

2) 更好的体验：增强游戏联动性，提升重度游戏用户体验

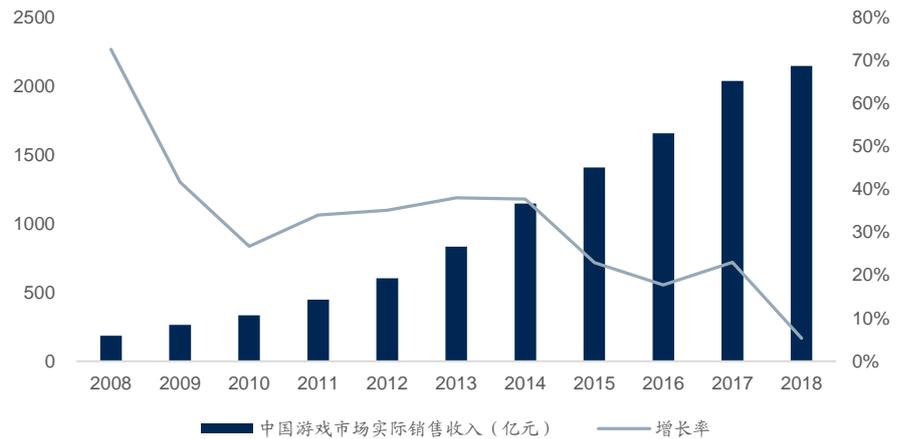
云游戏可实现多端即时显示，使网游玩家和手游玩家得以连通。用户可在全球的网游、端游或手游用户中寻找好友一起游戏，打破传统游戏终端限制，娱乐性更强。并且通过外设设备加入，云游戏将创新出更多样的玩法方式，突破单

一的操作限制。例如，手机不再只能屏触控制，可外接手柄，键盘等设备实现更丰富的游戏操作，用户可自由选择喜欢的游戏方式。

游戏产业：云游戏带动用户数与 ARPU 值齐增长，时长付费模式有望重启

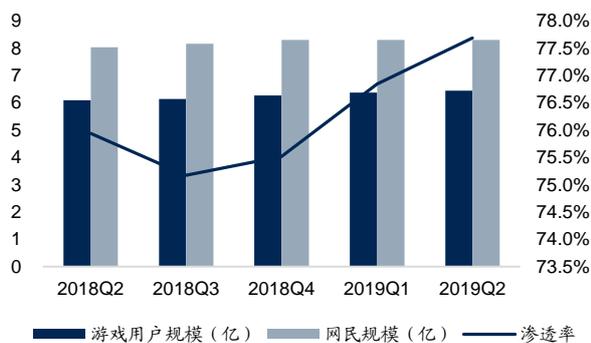
用户红利的消退是限制游戏行业未来成长的核心要素。1) 伴随着移动互联网用户红利的释放，国内游戏市场特别是手游市场 2017 年之前均保持了较快的增长趋势；核心驱动力在于用户数的告诉增长；2) 而截至 2019 年 6 月，中国游戏用户规模突破 6.4 亿人，游戏渗透率 75%以上，向上持续提升空间受限。

图 30: 2008-2018 年中国游戏市场实际销售收入情况



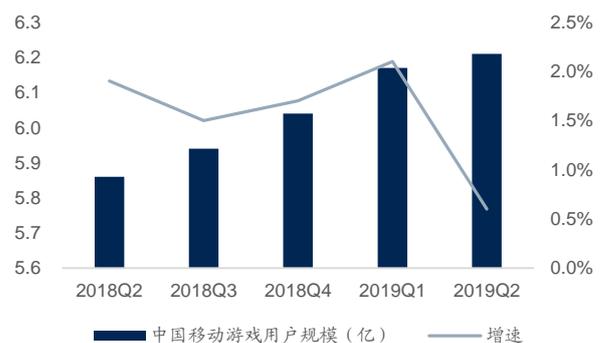
资料来源：伽马数据，国信证券经济研究所整理

图 31: 2018Q2-2019Q2 游戏用户规模及渗透率



资料来源：伽马数据，国信证券经济研究所整理

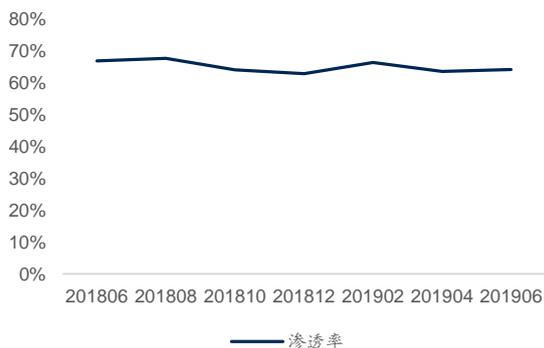
图 32: 2018Q2-2019Q2 移动游戏用户规模及同比



资料来源：伽马数据，国信证券经济研究所整理

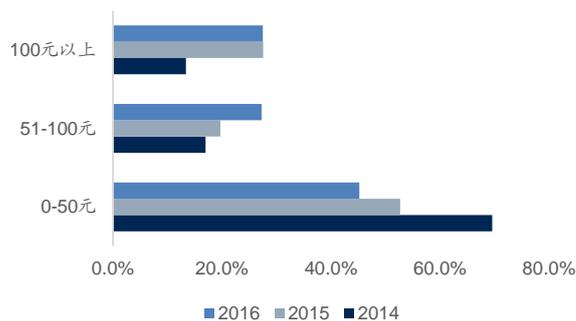
云游戏有助于进一步扩充用户基数、提升用户 ARPU 值。1) 当前游戏推广主要以图文及视频广告为主，云游戏技术有望带动游戏试玩模式成熟，有助于进一步降低用户获取成本，扩充用户基数；2) 云游戏的普及亦有助于高品质游戏的快速导入，从而提升用户游戏体验和付费意愿，提升用户 ARPU 值；3) 同时云游戏亦有助于催生更多游戏娱乐形态，提升游戏产品变现广度和深度。

图 33: 2018 年 6 月-2019 年 6 月中国手游行业渗透率



资料来源: 极光大数据, 国信证券经济研究所整理

图 34: 中国移动游戏用户付费情况



资料来源: GameLook, 国信证券经济研究所整理

时长付费模式有望重启带来全新增量收入。1) 从游戏付费模式的转变来看, 其第一阶段为买断付费制, 用户直接购买下载游戏, 在 PC 和主机游戏中, 甚至绑定硬件销售; 第二阶段为游戏免费, 道具付费制; 第三阶段的云游戏, 由于突破了硬件设备, 游戏的连续性增强, 订阅付费有望成为主流模式, 类似于视频平台的付费模式, 根据游戏时长进行订阅付费, 使游戏的付费空间被进一步打开; 2) Newzoo 数据显示, 自 2012 年开始, 游戏订阅收费占比持续提升, 据 IDC 报告预测, 到 2025 年, 游戏订阅模式收入占比将占据全球游戏市场 26%。

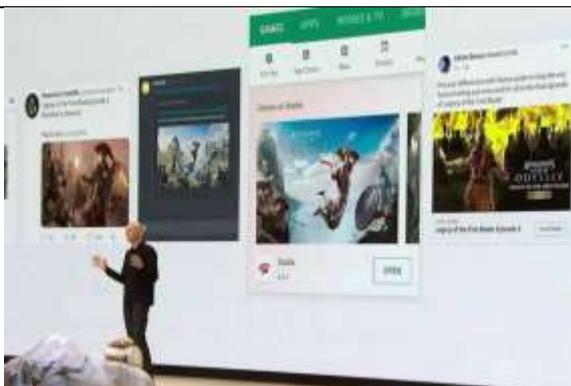
图 35: 全球游戏市场收入占比及预测



资料来源: Newzoo, 国信证券经济研究所整理

产业链: 技术重新定义入口和价值分配。云游戏有望取代传统的游戏分发入口, 成为核心的游戏分发平台。随着各厂商不断丰富云游戏平台的内容资源, 将使游戏玩家彻底摆脱硬件、平台的限制畅玩游戏, 而云游戏平台也有望取代传统的游戏分发入口, 成为核心的内容分发平台, 游戏产业价值分配体系有望重构。

图 36: Google Stadia 云游戏平台发布会



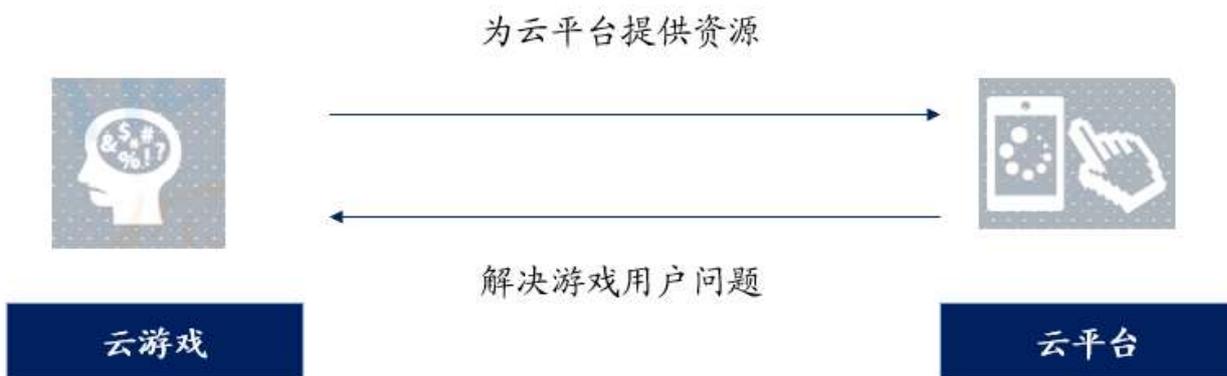
资料来源: cnBeta, 国信证券经济研究所整理

图 37: 腾讯 START 平台云游戏预约界面



资料来源: 腾讯云, 国信证券经济研究所整理

图 38: 云游戏和云服务平台之间的关系



资料来源: 国信证券经济研究所整理

AR/VR: 5G✖云计算, C端落地渐行渐近

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

图 39: 云 VR/AR 演进 5 阶段



资料来源：华为 5G 报告，国信证券经济研究所整理

智高清视频

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

表 4: 超高清技术发展趋势

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

资料来源：《5G+8K 电视技术白皮书》，国信证券经济研究所整理

AI 赋能，字节跳动快速崛起，全新时代来临

人工智能是机器对人的行为和思想的模拟，利用机器学习和数据分析的方法，赋予机器人类的能力，从而实现解放人力、降本提效的目的。1952 年，图灵在《计算机与智能》一文中提到了“图灵测试”来验证机器是否具有智能：如果一台机器能够与人类展开交流，并且有超过 30% 的人无法在规定时间内识别出自己交谈的是人还是机器，那么这台机器可以被认为是具有智能的。后来，科学家又提出了其他界定人工智能的标准：例如能否实现语音识别、机器翻译、

自动写作等等。

图 40: 人工智能所涉及的基础技术及终端产品



资料来源：36kr，国信证券经济研究所整理

AI 技术驱动，始于资讯，兴于短视频，字节跳动的快速崛起验证了 AI 技术的强大生命力和对传统业态的颠覆可能。字节跳动科技有限公司成立于 2012 年 3 月，是最早将人工智能技术大规模应用于移动互联网场景的公司之一。公司产品布局于移动资讯、短视频、内容社区、教育等多赛道，在其多产品矩阵中，以移动资讯 App 今日头条及短视频 App 抖音表现最佳。

图 41: 各互联网公司产品用户使用时长占比



资料来源：Questmobile，国信证券经济研究所整理

“ZAO”的火爆，验证 AI 时代的无限可能。ZAO 是陌陌于 2019 年 8 月推出的 AI 换脸软件，用户只需要选定模板上传自拍，就能自动生成属于自己的换脸视频。ZAO 可以选择的素材则要丰富得多，有合演、名场面、换装、爱豆同台等多种场景可以选择，甚至还细分到扮演的角色、剧情、演员和影视剧等。在未经大规模推广的情况下，ZAO 瞬间成为爆款应用，服务器一度瘫痪，印证了 AI 时代的无限可能。

图 42: 换脸软件 ZAO



资料来源: ZAO, 国信证券经济研究所整理

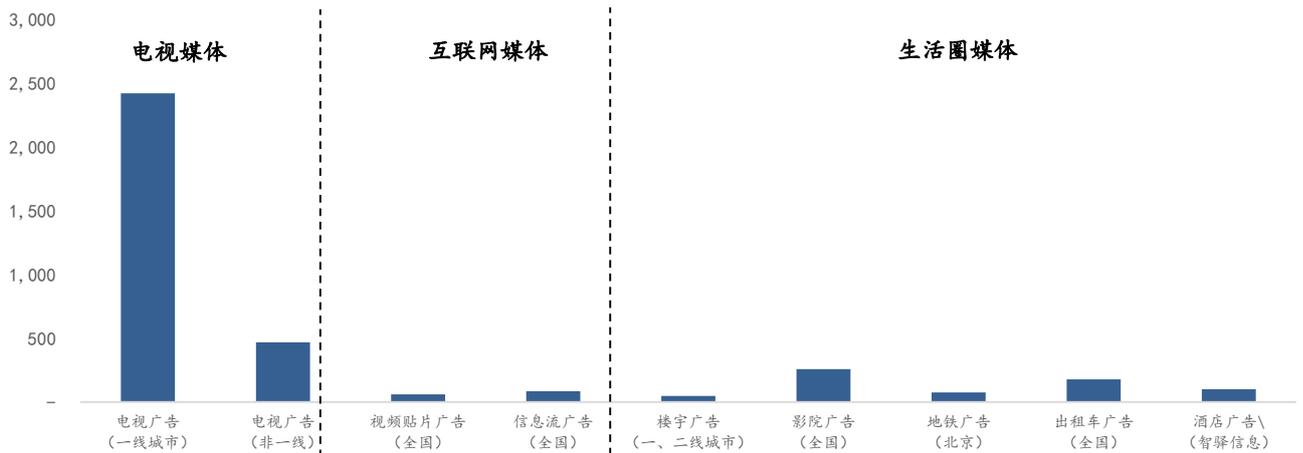
营销服务: 科技重新定义行业生态

科技加持: 线下流量价值的重新定义

线下流量成本更低、稳定性更高、对周边商户的转化率更高, 是 O2O 及线下业态的导流利器。亚马逊、阿里巴巴、腾讯、百度的等巨头近年均在线下流量“跑马圈地”, 其对线下消费场景的布局一方面是 O2O 新零售业态, 如亚马逊收购的 Whole Foods 及阿里巴巴旗下的盒马, 通过线下店面进行有效的社区渗透, 同时通过线上线下融数据驱动打通从产品追踪、餐饮、购物、配送各个消费场景, 提高物流效率, 提供千人千面的全渠道服务; 另一方面是体验式门店新业态, 例如百联 RISO、世纪联华精选等, 主要源于阿里的线上用户红利显著放缓, 新流量的获取渠道开始往拥有“全新体验式”线下渠道转移。

生活圈媒体基于 LBS 的转化效率更高、稳定性更强、成本更低, 是巨头所布局的 O2O 及线下业态的导流利器, 同时对线上流量有效补充、形成生态。18 年 7 月, 阿里巴巴集团及其关联方以约 150 亿元人民币战略入股分众传媒, 以及百度、京东投资新潮传媒、腾讯投资梯影, 巨头对生活圈媒体媒体平台的布局, 均体现其对生活圈媒体对其线下流量的竞争的价值。

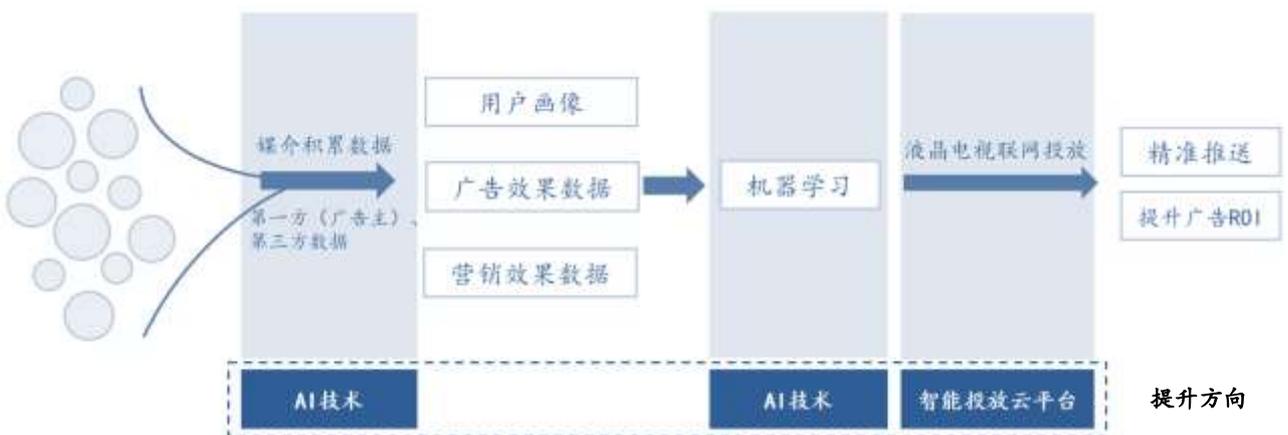
图 43: 各类媒体 CPM 对比



资料来源: CTR、艾瑞、公司官网等, 国信证券经济研究所整理

云平台、大数据、AI 技术三位一体提升生活圈媒体投放模式及精准性。生活圈媒体广告媒介如楼宇、影院、地铁、机场、酒店等均为线下场景, 相较于互联网广告, 传统生活圈广告投放模式人力成本较大、投放流程较长, 且投后难以收到广告效果反馈数据, 实现“千人千面”的精准投放难度较大。生活全媒体广告价值可提升环节主要在于自动化高效投放、圈层化精准投放。伴随生活圈广告媒介向电子屏充分转化, 智能云平台使得基于电子屏的“线上下单、线下投放”程序化投放模式得以实现, 同时打通了线上线下数据交换, 叠加第一方 (广告主)、第三方 (阿里巴巴等电商物流数据等) 大数据支持, AI 技术得以进一步赋能线下媒介广告精准性, 未来生活圈媒介的精准度及 ROI 有望有效提升。

图 44: 生活圈媒体价值可提升环节

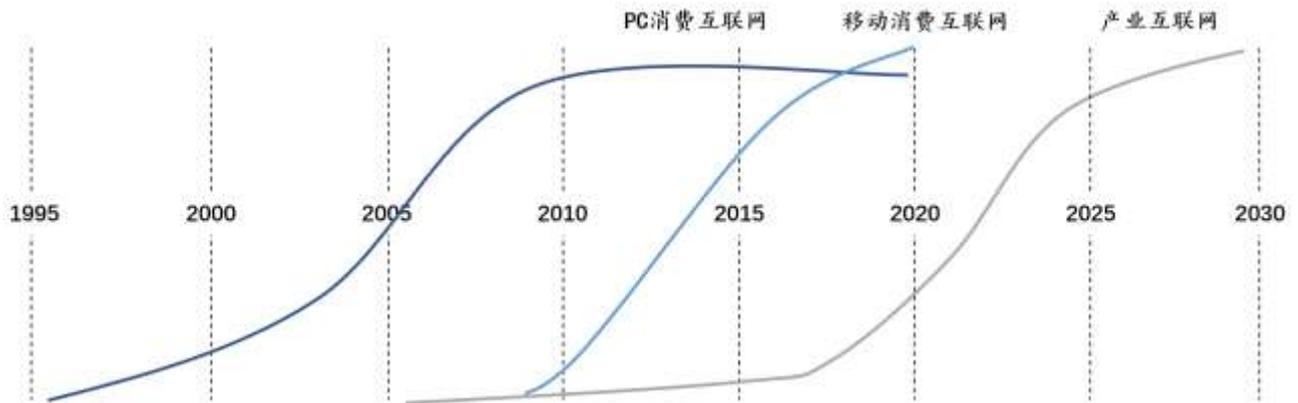


资料来源: 国信证券经济研究所整理

从 2C 到 2B, 营销服务迈入 2.0 阶段

从 2C 到 2B, 从数字营销繁荣到营销云进入黄金发展期。与营销云概念相比, A 股数字营销公司曾经历大起大落, 数字营销这一概念更为人们熟知。但数字营销解决 2C 型企业获客问题, 营销云赋能 2B 型企业获客痛点; 伴随 2000 年以来我国消费互联网迅速成长, 数字营销行业经历了百倍成长, 2015 年以来产业互联网进入快速渗透期, 我们测算营销云市场空间有望达到 362 亿。

图 45: 我国消费互联网、产业互联网发展时期



资料来源: 国信证券经济研究所整理

1) 数字营销解决 2C 型企业获客问题, 营销云赋能 2B 型企业获客痛点。2C 型企业客户决策流程较短、客单价较低、客户群体较广(典型如消费互联网行业、消费品行业等), 广告的沟通职能即可解决获客问题, 而对于 2B 型企业客户决策流程较长、客单价较高、客户群体较小(典型如 SaaS 行业等), 数字营销的广告传播不足矣提升有效获客, 其销售提升更多依赖自身营销部门、销售部门支持, 营销云赋能价值非常高。

图 46: 营销云与数字营销的关系



资料来源: 国信证券经济研究所整理

2) 消费互联网带动数字营销行业百倍成长, 产业互联网渗透期营销云市场空间有望达到 362 亿。我国消费互联网发展成熟, 特别是移动端消费互联网行业(社交、电商、支付等 C 端移动互联网产业) 发展已达到世界领先水平, 在我国消费互联网发展过程中, 带动互联网广告产业实现从 37.8 亿到 3750 亿的成长(2005-2017 年)。

表 5: 2022 年我国营销云市场规模预测 (亿元)

		互联网广告市场增速				
		6%	8%	10%	12%	14%
营销云/ 数字营销	18%	271	298	326	357	390
	19%	286	314	344	377	412
	20%	301	331	362	397	433
	21%	316	347	380	416	455
	22%	331	364	399	436	477

资料来源: 艾瑞、Gartner、互联网女皇报告等, 国信证券经济研究所预测

投资建议：周期叠加成长，把握深蹲起跳机会

深蹲之后，传媒板块具备再次向上可能。1) 过去 4 年传媒行业经历了残酷的成长周期向下阶段，在行业及资本市场监管政策变化、新科技导入红利逐步消退背景下，A 股传媒互联网板块经历了持续的基本面和股价表现下行；2) 从当前时点来看，政策导向预期趋于稳定、新科技应用渐露曙光（如 5G、云计算、AI、AR/VR 等），传媒互联网行业新一轮成长周期渐近；而经历数年残酷的淘汰赛之后，部分上市公司资产负债表及利润表质量持续改善，同时行业集中度也开始向细分领域龙头集中，叠加旺盛的 C 端需求（典型如游戏、影视、短视频等）和超跌的市值、盈利水平，新一轮成长周期推动之下将具备极大向上弹性。

三条主线把握投资机会：1) 细分行业龙头标的，推荐芒果超媒、顺网科技、三七互娱、新媒股份、视觉中国等标的；2) 其次，从行业景气度角度推荐游戏及大视频行业，关注存在周期反转可能的营销版块；稳健选游戏（三七互娱、吉比特、世纪华通、掌趣科技、游族网络、昆仑万维等）及出版（中信出版等）；大视频领域平台推荐芒果超媒，内容关注光线传媒、欢瑞世纪、华策影视、奥飞娱乐、慈文传媒等；营销行业关注分众传媒、蓝色光标等；3) 新科技落地关注与 5G、AI、云计算等结合的“云时代”娱乐形态（平台推荐顺网科技、号百控股等）、VR（恒信东方）、智能营销等领域。

附表：重点公司盈利预测及估值

公司 代码	公司 名称	投资 评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS		PE	
					2019E	2020E	2019E	2020E
300113	顺网科技	买入	22.28	155	0.7	0.87	31.83	25.61
300413	芒果超媒	买入	31.69	564	0.66	0.85	48.02	37.28
000681	视觉中国	买入	20.04	140	0.47	0.59	42.64	33.97
2555	三七互娱	买入	22.68	479	0.97	1.16	23.38	19.55
300315	掌趣科技	增持	5.62	155	0.16	0.33	35.13	17.03
300251	光线传媒	增持	9.90	290	0.38	0.35	26.05	28.29
002602	世纪华通	增持	9.96	593	0.5	0.68	19.92	14.65
603444	吉比特	买入	294.81	212	12.44	14.46	23.69	20.39
300133	华策影视	买入	6.00	105	0.16	0.29	38.12	20.98
300788	中信出版	增持	46.28	88	1.33	1.60	34.87	28.85
2292	奥飞娱乐	增持	8.74	119	0.10	0.20	83.56	43.44
300770	新媒股份	买入	111.21	143	2.72	3.70	40.91	30.03
002027	分众传媒	增持	5.75	844	0.13	0.22	44.23	26.14

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

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

分析师承诺

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

风险提示

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

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

证券投资咨询业务的说明

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

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

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032