

传媒

行业研究/投资策略报告

科技改变“命运”，5G带来传媒新机遇

—民生传媒 2020 年度策略

投资策略报告/传媒

2019 年 12 月 12 日

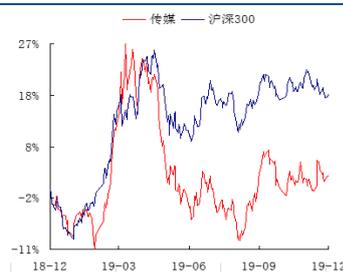
报告摘要：

- **估值持仓低位，细分板块好转，预计新技术提升估值。**传媒板块经过 3 年调整，2019 年首次实现指数正增长。我们认为目前传媒板块估值低位，公募持仓低，细分板块景气度回升，商誉及质押等问题基本可控，本身具备反弹基础。对于明年我们认为政策层面严监管的负面影响已经钝化，而 5G 应用层面将为板块带来新的活力，新技术预计大幅提高板块关注度及提高板块整体估值水平，旗帜鲜明看好传媒板块 2020 年行情。
- **2020 年传媒板块策略，我们建议主要围绕以下几个思路：1.紧抓 5G 主线**，包括云游戏、VR、AR、超高清大屏等等，推荐游戏板块龙头公司，完美世界，吉比特，三七互娱。**2.把握核心资产。**我认为传媒互联网最核心的资产就是龙头平台型公司。推荐芒果超媒，分众传媒等。**3.寻找个股拐点。**我们认为游戏拐点已至，电视剧拐点临近，院线及营销拐点仍待观望。个股拐点型公司如：奥飞娱乐，华策影视，掌趣科技，欢瑞世纪等。**4.关注主题投资。**1) 档期票房，如春节档推荐万达电影；2) 广电板块融媒体整合。从细分板块领域，最看好的细分板块：游戏板块，影视板块，及互联网电商。
- **2019 年是电商行业风起云涌的一年。变革孕育机会，展望 2020 年，我们建议遵循以下三条主线选择标的：**1.关注 5G 时代 VR/AR 等技术对电商购物体验带来的创造性改变：从传统的搜索式电商到目前 KOL、直播带货再到 5G 时代更加极致的购物体验，我们认为新技术将为电商行业带来巨大增量，建议关注电商行业相关标的如阿里巴巴（港股）、拼多多（美股）、京东（美股）；2.关注内容类电商投资机会，建议关注 A 股稀缺的内容导购平台值得买；3.关注电商 2.0 时代精细化运营所催生的代运营市场的广阔需求，推荐化妆品电商代运营平台壹网壹创，建议关注电商代运营龙头宝尊电商（美股），同时建议关注 A 股排队待上市的代运营公司如丽人丽妆、若羽臣等。
- **投资建议**
建议关注完美世界，吉比特，三七互娱，芒果超媒，值得买，壹网壹创，分众传媒，视觉中国等。
- **风险提示**
政策风险；公司业绩不及预期；商誉减值风险，大股东质押率过高风险等。

推荐

维持评级

行业与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：刘欣

执业证号：S0100519030001

电话：010-85127513

邮箱：liuxin@mszq.com

相关研究

- 1.民生传媒周报 20191202：回调带来买入机会，看好传媒 5G 机遇
- 2.【民生·教育团队|周观点】新增增值税意见稿扩大教育服务免征范围，利好行业发展

目录

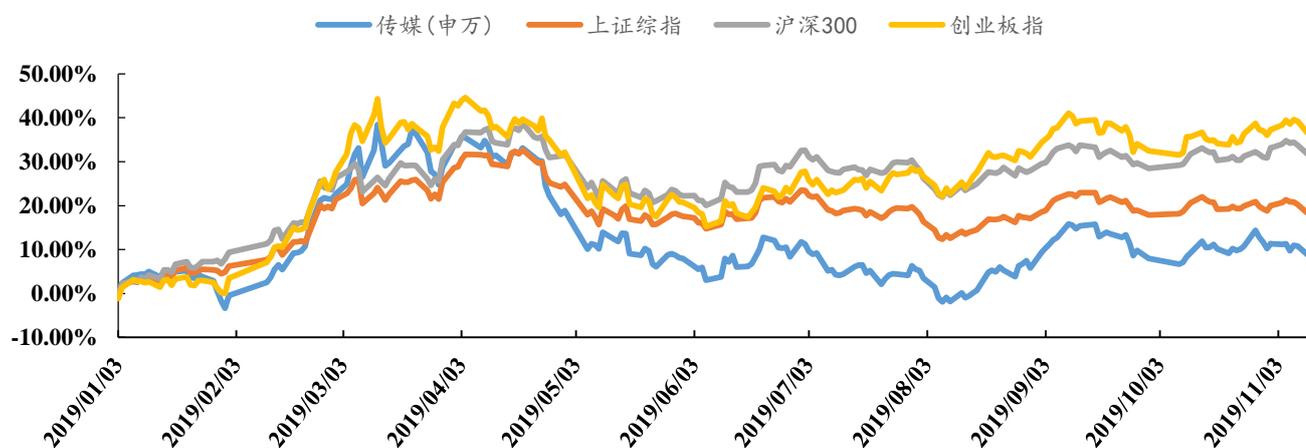
一、现状：板块经多年调整目前估值低、仓位低、风险逐渐消化，未来新技术有望提升估值	3
(一) 回顾：传媒板块年初至今上涨 13%，跑输大盘 5%	3
(二) 估值：传媒板块估值处于自 10 年以来 16%分位数，安全边际较高	3
(三) 基金持仓：传媒行业目前处于低配仓位	4
(四) 业绩：传媒板块 19Q1-Q3 营收增长 3%，净利润下滑 11%，板块分化明显	5
(五) 现金流：现金流情况改善明显，经营活动现金流净额与收入匹配度提升	6
(六) 商誉：商誉风险整体可控，处于较稳定态势	6
(七) 质押率：高股权质押率公司逐渐变少，股权质押风险总体可控	7
(八) 政策：严监管对于上市公司的负面影响已相对钝化	7
(九) 科技：站在 4G 末端看 5G，预计新科技提升板块估值	8
二、四个方向为线索把握 2020 年投资机会	10
(一) 紧抓 5G 主线：云游戏、VR、AR、超高清大屏等	10
1、为什么云游戏是下一次游戏产业浪潮？游戏内容质量提升+降低用户获取渠道拓宽用户边界	10
2、5G 时代网速提升解决 VR/AR 瓶颈，预计将迎来大规模爆发	14
3、超高清视频或将成为 5G 时代主赛道	15
(二) 把握核心资产：壁垒高的平台龙头	17
1、芒果超媒：核心内容+优质平台，另辟蹊径的传媒巨头	17
2、分众传媒：楼宇媒体龙头，静待王者归来	18
3、视觉中国：“社区+工具+交易”网络价值巩固	19
(三) 寻找个股拐点：游戏已拐，影视临近，营销待观望	20
1、游戏市场：行业拐点已至，龙头公司优势增强	20
2、影视：最坏的时候已经过去，预计拐点临近	28
3、院线：预计全年增速个位数，拐点仍需等待	31
4、营销：受经济影响依旧承压，拐点仍待观望	32
5、投资建议：自下而上选择拐点型个股	36
(四) 关注主题投资：档期投资，广电融媒体等	38
1、提早布局春节档相关标的	38
2、关注广电板块主题性行情	39
三、互联网电商：从“人找货”到“货找人”，电商 2.0 时代开启	40
(一) 线上零售额占 GDP10%，电商渠道增速仍远超社零整体	40
1、电商渠道增速仍远超社零整体	40
2、线上零售额占 GDP10%，中国电商渗透率排名世界第二	42
(二) 人找货→货找人，内容电商时代来临	42
1、社交电商市场规模超 6000 亿，同比增长超 200%	43
2、搜索式购物→推荐式购物的转变	43
3、头部电商平台加紧与头部流量 APP 的战略合作	44
4、以化妆品为例管窥电商市场变迁	45
5、投资建议：值得买——稀缺的电商内容导购平台	46
(三) 下沉市场仍有广阔渗透空间	47
(四) 电商 1.0→电商 2.0，精细化运营提上日程	49
四、投资建议	52

一、现状：板块经多年调整目前估值低、仓位低、风险逐渐消化，未来新技术有望提升估值

(一) 回顾：传媒板块年初至今上涨 13%，跑输大盘 5%

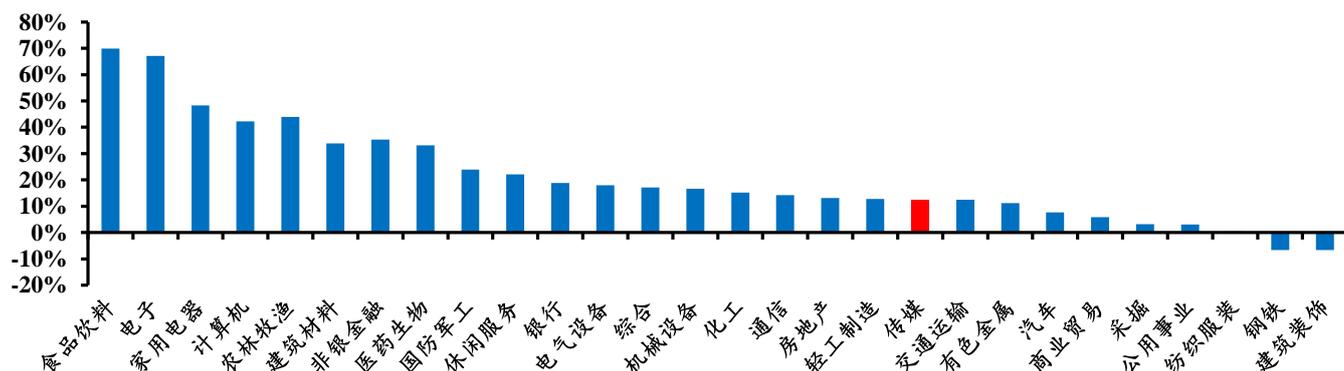
传媒板块年初至今上涨 13%，跑输大盘 5%。年初以来，传媒申万指数涨幅 13%（截止 12 月 8 日），在申万 28 个行业中排名第 19，跑输上证综指 5%。18 年全年传媒申万指数下跌 40%，排名第 26，今年较去年已经出现较大边际改善。经过连续 3 年的回调，传媒板块今年获得正增长，但排名依然落后。

图 1：传媒指数以大盘涨跌幅（截止 2019 年 12 月 8 日）



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 2：申万行业年初以来涨跌幅（截止 2019 年 12 月 8 日）



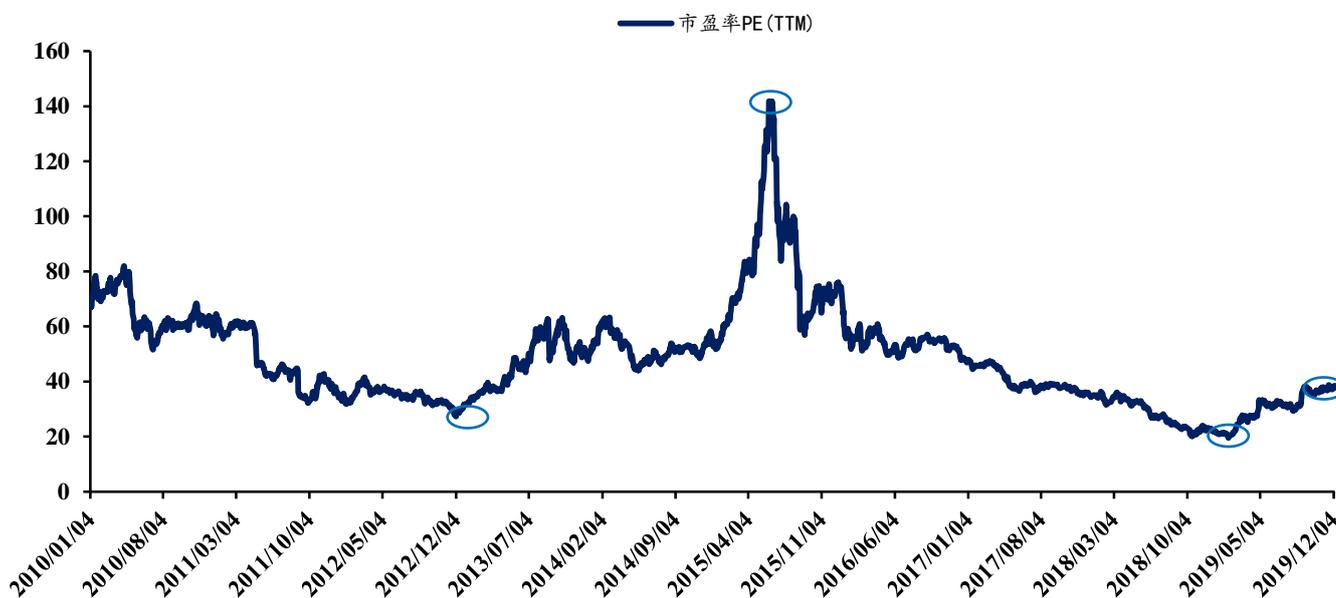
资料来源：WIND，民生证券研究院

(二) 估值：传媒板块估值处于自 10 年以来 16%分位数，安全边际较高

传媒板块估值处于自 10 年以来 16%分位数，安全边际较高。传媒板块估值从 2012 年年

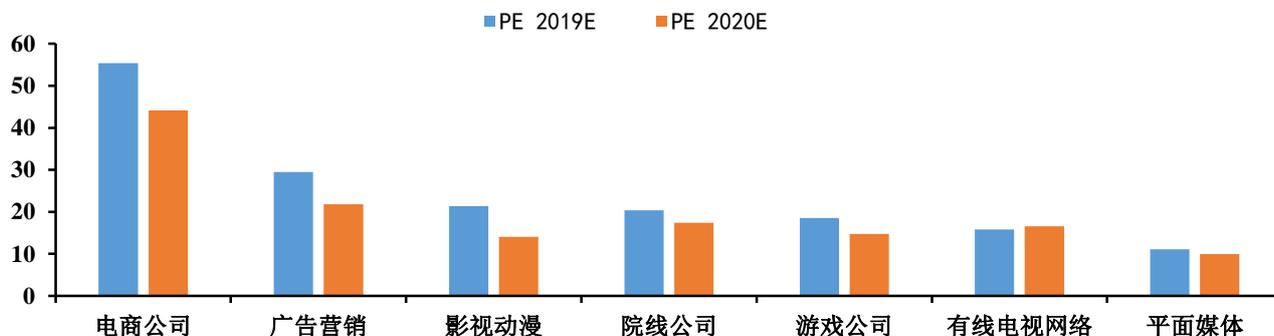
底最低的 23X 一路稳步提升，到 2015 年 6 月牛市顶点的 122X，之后估值一路下滑，19 年年初达到历史低点 20X，今年逐渐提升至 38X。

图 3：2010 年来传媒板块 PE (TTM) 表现



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 4：2019~2020 年传媒行业分子板块 PE 估值中位数

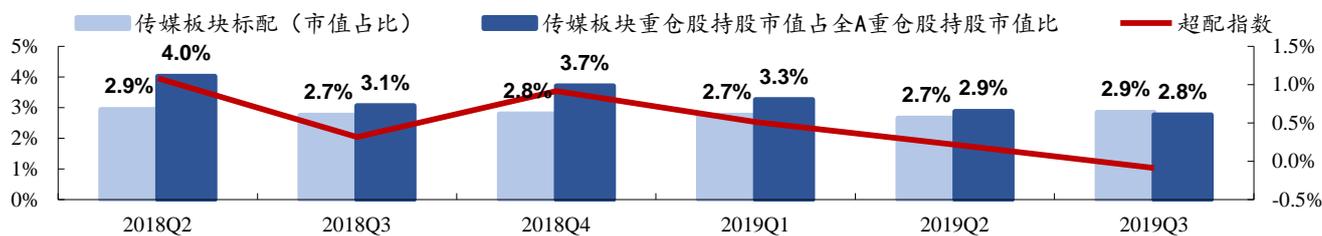


资料来源：WIND，民生证券研究院

(三) 基金持仓：传媒行业目前处于低配仓位

传媒行业目前处于低配，具备一定的反弹基础。整体看：Q3 传媒板块重仓股持股市值比相比 Q2 有所下降，超配指数由+0.2%下降至-0.1%。分板块看：互联网/影视/营销/游戏板块超配系数为正（超配）；出版/广电/院线板块超配系数为负（低配）；广电/营销/影视/游戏/院线在 Q3 的超配系数环比 Q2 有所上升。

图 5：传媒板块基金超配比例



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 6：2019Q2 子板块及超/低配比例



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 7：2019Q3 子板块及超/低配比例



资料来源：WIND，民生证券研究院

（四）业绩：传媒板块 19Q1-Q3 营收增长 3%，净利润下滑 11%，板块分化明显

传媒板块整体 19Q1-Q3 营收增长 3%，净利润下滑 11%，板块分化明显。从传媒上市公司整体营收规模来看，2019 年 Q1-Q3 传媒行业上市公司整体累计实现营业收入 4519.50 亿元，同比上升 3%，净利润为 407.21 亿元，同比下降 11%。出版板块 19Q1-Q3 净利润增速 9%，游戏板块 19Q1-Q3 净利润增速-3%，影视板块 19Q1-Q3 净利润增速-33%，营销板块 19Q1-Q3 净利润增速-45%，游戏、影视、营销板块虽然净利润增速仍然是下滑但是都比 18 年下滑幅度收窄。

图 8：2012-2019Q3 传媒行业营收（亿元）及同比增速



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 9：传媒行业归母净利润（亿元）及同比增速

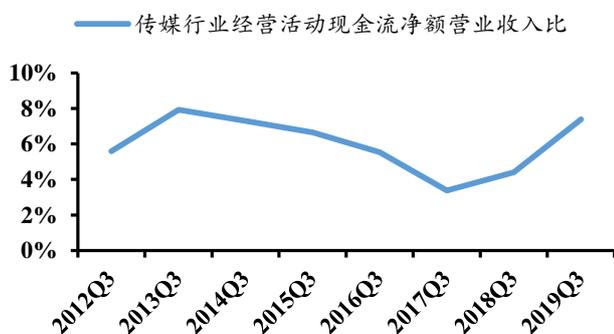


资料来源：WIND，民生证券研究院

（五）现金流：现金流情况改善明显，经营活动现金流净额与收入匹配度提升

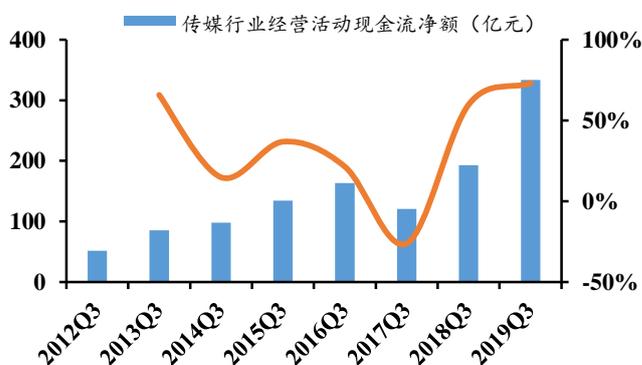
现金流情况改善明显，经营活动现金流净额与收入较为匹配。传媒板块现金流情况近几年不断好转，传媒行业经营活动现金流净额营业收入比从 13Q3 的 7.9% 下滑到 17Q3 的 3.4%，18 年开始出现边际改善，18Q3 达到 4.4%，19Q3 迅速上升到 7.4%，已经达到 14 年的水平，目前经营活动现金流净额与收入较为匹配。

图 10：2012-19Q3 传媒经营活动现金流净额/营收



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 11：传媒经营活动现金流净额（亿元）及同比增速

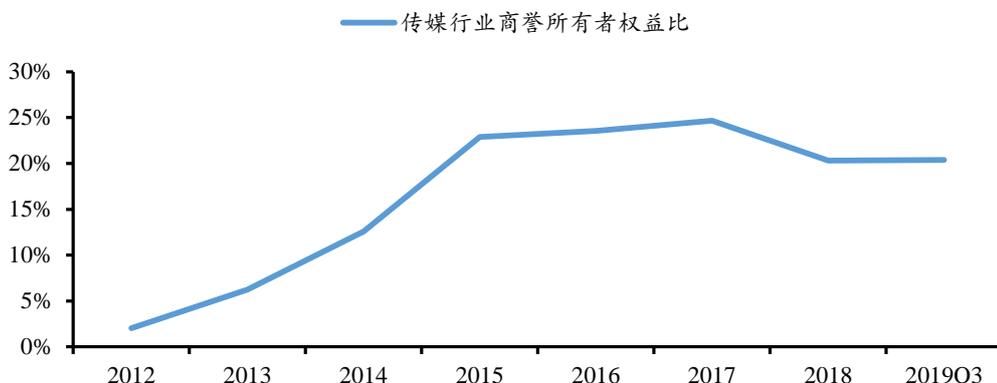


资料来源：WIND，民生证券研究院

（六）商誉：商誉风险整体可控，处于较稳定态势

商誉风险整体可控，处于较稳定态势。传媒板块商誉 12-17 年不断攀升，商誉所有者权益比从 2015 年 Q4 的 2% 上升到 2017 年的 25%。但是 18 年传媒公司大幅进行商誉减值后，整体商誉风险水平可控，商誉所有者权益比较稳定，2019Q3 为 20.4%，行业并购情况较为理性，商誉风险可控。

图 12: 传媒行业商誉所有者权益比

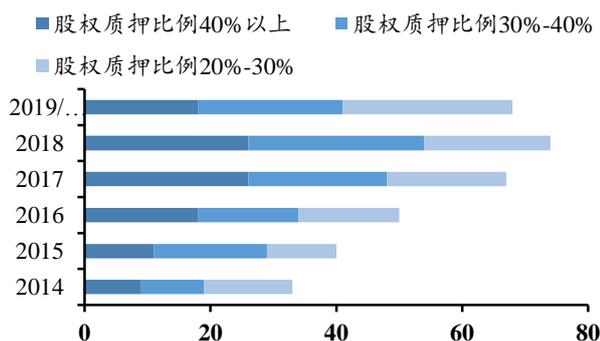


资料来源: WIND, 民生证券研究院

(七) 质押率: 高股权质押率公司逐渐变少, 股权质押风险总体可控

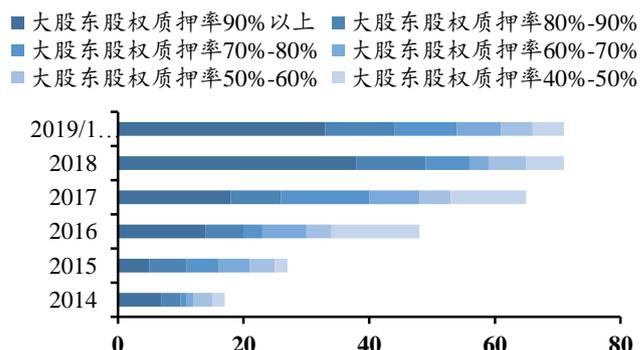
高股权质押率公司逐渐变少, 股权质押风险总体可控。传媒板块大股东股权质押率在 90% 以上的公司数量, 从 2018 年的 38 家下滑到目前的 33 家 (2019/11/12)。整体股权质押率为 40% 以上的公司数量, 也从 2018 年的 26 家下滑到目前的 18 家 (2019/11/12), 整体传媒行业股权质押率都在下滑, 我们预计未来传媒板块现金流将继续改善, 股权质押情况继续好转。

图 13: 传媒行业不同区间股权质押率公司数量 (个)



资料来源: WIND, 民生证券研究院

图 14: 传媒行业不同区间大股东股权质押率公司数量 (个)

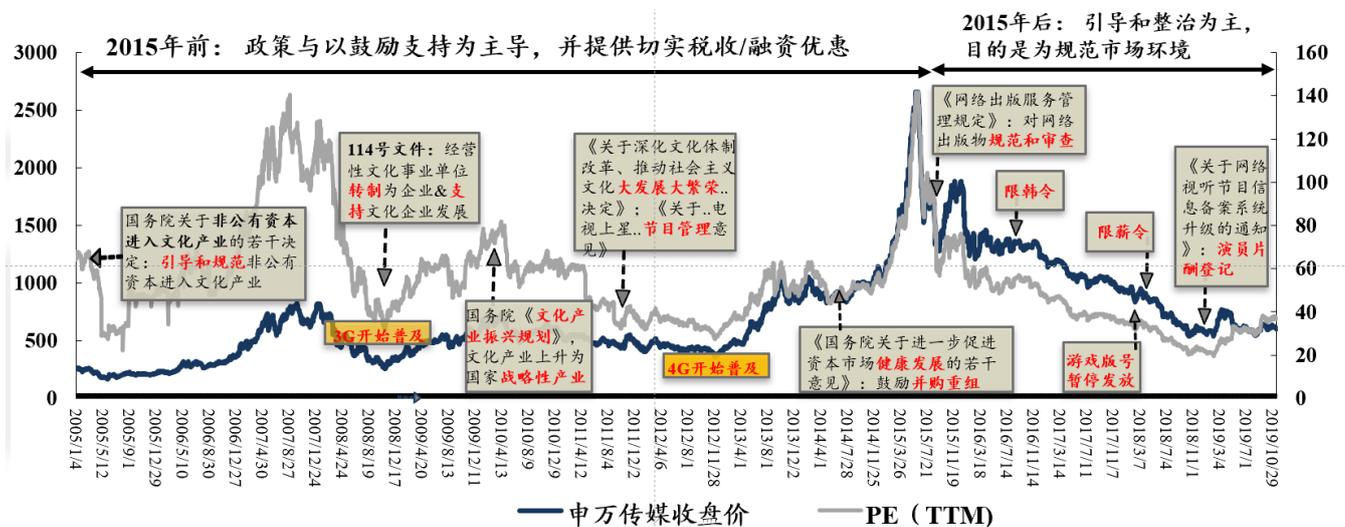


资料来源: WIND, 民生证券研究院

(八) 政策: 严监管对于上市公司的负面影响已相对钝化

未来严监管或成常态, 但我们认为监管强度未来不会强于今年。今年是建国 70 周年, 我们认为传媒方向监管强度今年已经是一个较高点, 而传媒上市公司已经很好适应现有监管节奏。未来严监管或成常态, 但我们认为监管强度未来不会强于今年, 严监管对于传媒上市公司的负面影响已经相对钝化。

图 15: 相关政策出台对传媒上市公司股价的影响



资料来源: WIND, 百度, 民生证券研究院

图 16: 未来三年中国重要政治时间点概览



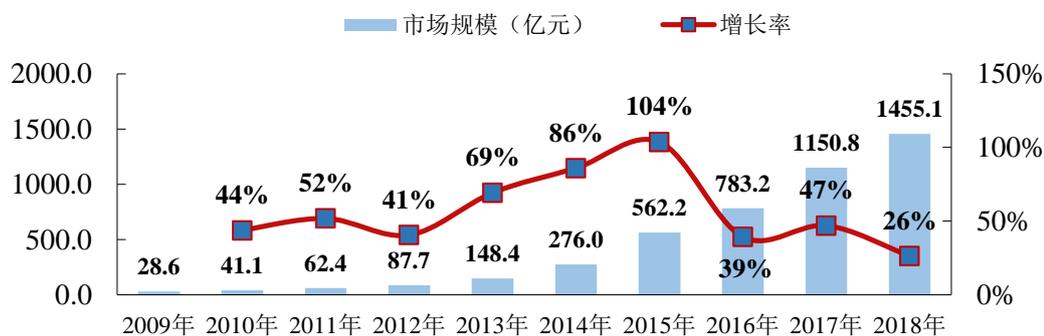
资料来源: 百度, 民生证券研究院

(九) 科技: 站在 4G 末端看 5G, 预计新科技提升板块估值

2009 年 1 月 7 日, 3G 牌照发放。3G 发牌时互联网行业相关应用尚处早期, 此阶段 A 股传媒公司主要为广电和出版类公司, 与 3G 应用的相关性较弱, 这一时期的传媒板块走势总体与大盘基本一致, 并未出现明显超额收益。在 3G 发牌后的 2009~2013 年间, 政策层面对文化传媒板块的重视程度逐渐增强: 2009 年 7 月国务院通过《文化产业振兴规划》, 文化产业被第一次上升到了国家战略层面; 2010 年 4 月, 央行、财政等九部委刊发《关于金融支持文化产业振兴和发展繁荣的指导意见》, 是我国第一个金融全面支持文化产业发展的指导性文件; 2011 年十七届六中全会, 提出了建设“文化强国”的目标。

2013 年 12 月, 工信部正式向三大运营商发放 4G 运营牌照。4G 时代催生了在线游戏、视频、直播等多种娱乐应用, 传媒迎来为期两年的牛市, 游戏、影视等子版块迎来爆发。游戏: 4G 良好的网络体验使得移动游戏运行更加流畅、类型更多样, 手游市场实现高增。影视: 互联网视频平台对优质影视内容的需求大幅推高了网络版权价格, 影视剧公司实现业绩估值的戴维斯双击。

图 17: 移动游戏市场规模 (亿元) 及同比增速



资料来源: WIND, 民生证券研究院

图 18: 传媒以及大盘涨跌幅 (%) 以及估值水平



资料来源: WIND, 民生证券研究院

二、四个方向为线索把握 2020 年投资机会

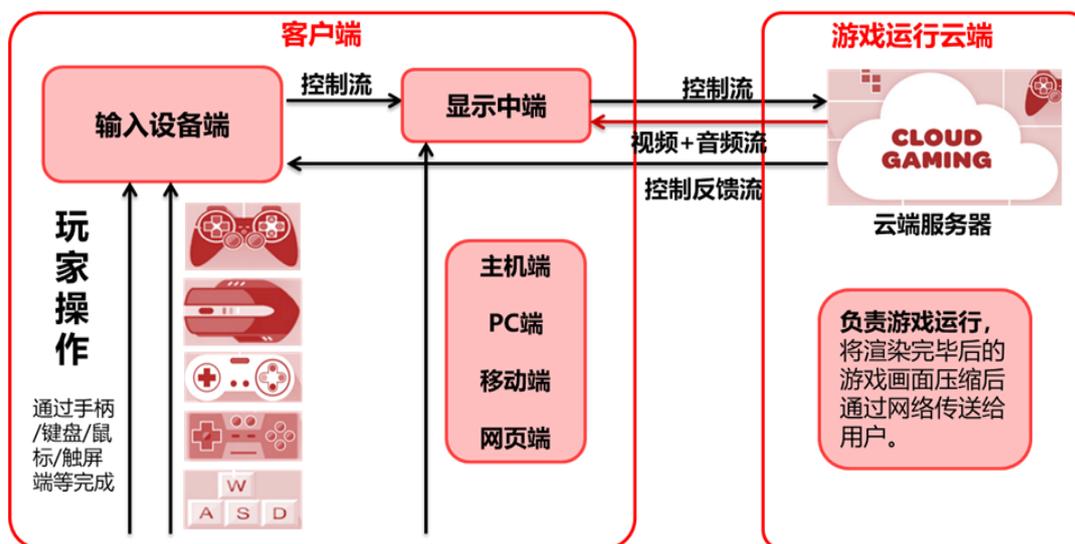
(一) 紧抓 5G 主线：云游戏、VR、AR、超高清大屏等

1、为什么云游戏是下一次游戏产业浪潮？游戏内容质量提升+降低用户获取渠道拓宽用户边界

(1) 云游戏是什么？云游戏是以云计算为基础的游戏方式

云游戏是以云计算为基础的游戏方式。在云游戏的运行模式下，所有游戏都在服务器端运行，并将渲染完毕后的游戏画面压缩后通过网络传送给用户。在客户端，用户的游戏设备不需要任何高端处理器和显卡，只需要基本的视频解压能力即可。

图 19：云游戏运行模式概览

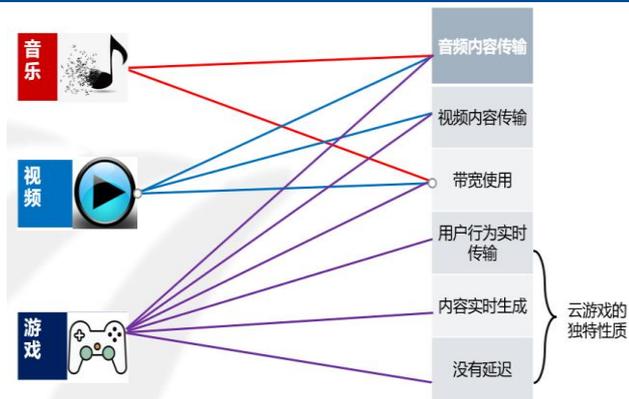


资料来源：民生证券研究院整理

(2) 云游戏改变什么？游戏内容质量提升+降低用户获取渠道拓宽用户边界

5G 时代将解决云游戏发展最大桎梏，未来流媒体云游戏会成为游戏主流形式。5G 时代，理想状态下，网络速度将达到 10Gbps，未来游戏流媒体形式和音乐、视频流媒体形式相比，主要的技术门槛在于内容实时生成、用户行为实时传输以及没有延迟。5G 高网速未来将满足云游戏流媒体形式。

图 20：云游戏和不同流媒体对比



资料来源：民生证券研究院整理

图 21：云游戏和不同流媒体对比



资料来源：腾讯视频，游戏官网，民生证券研究院

云游戏大大降低用户对于高品质游戏获取难度。2018 年 10 月，谷歌公布了云游戏 Project Stream 计划，并与育碧公司达成合作，将对其即将发布的《刺客信条：奥德赛》进行流媒体服务测试。视频中使用 Chrome 浏览器来作为客户端进行游戏，通过谷歌的串流技术让玩家可以直接运行《刺客信条》，而且在游戏过程中玩家无需下载几十 G 的客户端，全程体验都十分流畅。网速达到 25Mbps 的宽带，稳定下载速度 15Mbps，延迟小于 40ms 的网络，达到测速要求后，可以领取谷歌的邀请码，在带有 Chrome 浏览器的终端（支持 Windows, macOSX, Chrome OS, Linux）可以运行《刺客信条：奥德赛》。我们可以看到云游戏可以让用户非常便捷地接触高品质游戏。

图 22：《刺客信条：奥德赛》实际游戏体验及评价

玩家体验	
实际网络速度	55Mbps
帧率	30-40fps
设备自由切换	PC、MacBook、笔记本设备端任意切换，只要打开网站浏览器登录游戏即可
体验总结	游戏画面精美、流畅度尚可，长达数小时的连接中延迟持续保持低水平，对玩家AFK以及网络状况的宽容度高，能够随时切换设备端
技术评价	对于谷歌、英伟达等，云端游戏目前来看只是技术上的尝试，是很极端的的技术，其复杂度和对算力的要求远胜于直播和在线视频，目前来看还有很长的路要走

资料来源：民生证券研究院整理

图 23：谷歌对玩家设备要求

玩家设备要求	
谷歌建议宽带	25Mbps
实际要求	15Mbps
服务器延迟要求	40ms以下
丢包率要求	不到5%

资料来源：腾讯视频，游戏官网，民生证券研究院

谷歌上的《刺客信条：奥德赛》无法自己改画质，服务器端统一提供 1080p、60fps 的画质。据测试过的用户反馈，试玩过程相当惊艳，基本无卡顿，运行流畅，但画质有所降低，在 720p~1080p，达不到 60fps，基本在 30~40fps，偶尔有马赛克现象，与主机画质比较画面明显泛白。

图 24:《刺客信条：奥德赛》网页端游戏画面展示

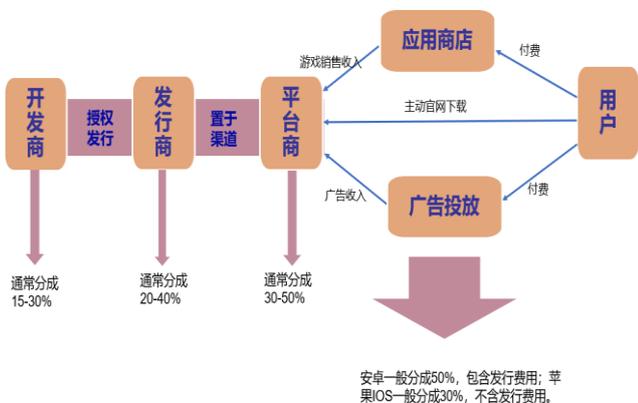


资料来源：知乎、游戏官网、民生证券研究院

游戏获取门槛降低，研发端游戏玩法内容要求提升，云游戏平台（渠道）之间存在完全竞争关系，研发商的地位有望进一步提升。在云游戏时代，主机游戏厂商或者 PC 硬件厂商这一环节将在云游戏产业链不复存在，游戏研发厂商在研发游戏作品，在云计算服务厂商提供云端计算服务，云游戏运营商通过 5G 或者宽带传输，未来可能以手机、PC、OTT 盒子、智能电视等各种终端设备（终端设备不重要，因为不需要有很强的运行能力，只需要简单运算+屏幕呈现）传递给玩家。

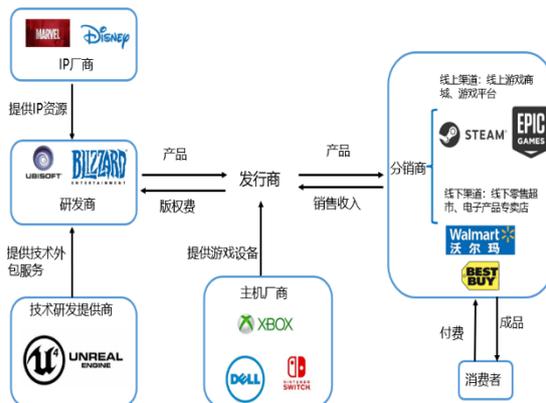
云游戏降低用户获取门槛+游戏内容提升将再一次拓宽用户边界，变革整个游戏产业链。目前手游游戏产业链发行商和渠道商话语权较强。在云游戏时代，云游戏平台（渠道）之间存在完全竞争关系，发行商+渠道商的话语权相对研发商削弱，所以我们认为在新的游戏价值链分配上，前期一定会向研发方倾斜。游戏获取门槛降低，研发端游戏玩法内容要求提升，研发商的地位有望进一步提升，提高分成比例。

图 25: 手游游戏产业链



资料来源：民生证券研究院整理

图 26: 传统 3A 游戏产业链



资料来源：民生证券研究院整理

图 27：云游戏产业链

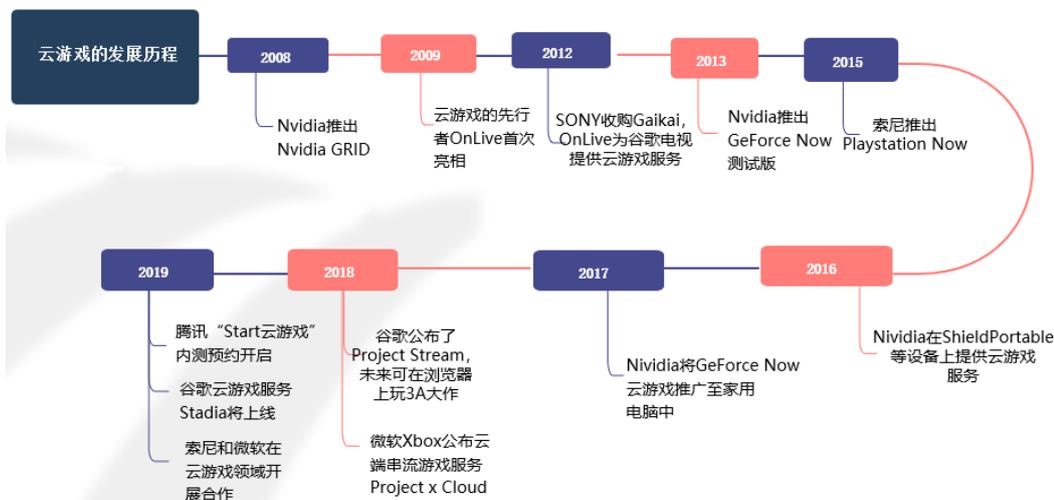


资料来源：民生证券研究院整理

(3) 云游戏什么时候落地？云游戏平台不断落地，静待进入 5G 时代，解决网速传播桎梏

云游戏发展历史较短，云游戏爆发元年正在到来。云游戏从出生到现在也才不到 20 年时间，2000 年一家叫 G-cluster 的芬兰游戏公司在 E3 上展示了雏形。2009 年，一家美国游戏公司 Onlive 推出了孤岛危机的云游戏版本。其后，Sony、英伟达、微软等大厂逐一推出了自己的云游戏平台，正式拉开了全球竞争的序幕。今年腾讯推出自己的云游戏平台 Start（内测预约开启）和 Game Matrix，手机云游戏腾讯即玩，以及云游戏解决方案腾讯云云游戏，谷歌云游戏平台 Stadia 11 月 19 日上线。

图 28：云游戏发展历程

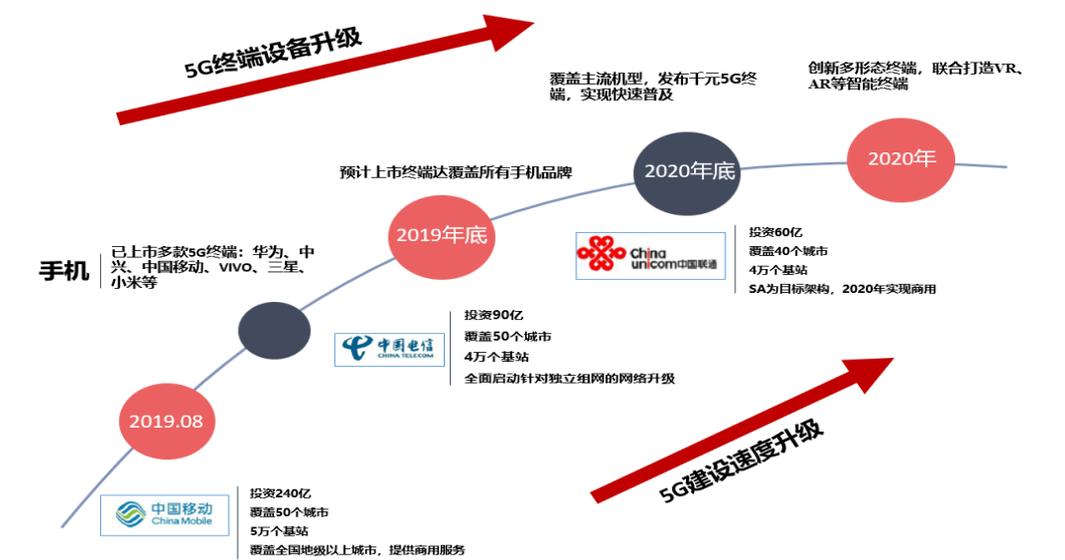


资料来源：民生证券研究院整理

预计 2020 年以后进入 5G 时代，网速有望得到较大提升。中国移动 19 年 8 月率先开始布

局 5G，投资 240 亿元，覆盖 50 个城市，布局 5 万个基站，能够为全国地级以上城市提供商用服务。中国电信 19 年年底开始布局 5G，投资 90 亿元，布局 4 万个基站。中国联通投资 60 亿元，布局 4 万个基站，2020 年实现商用。

图 29：国内 5G 商用化进程



资料来源：京东，中关村在线，IT之家，2019 中国国际信息通信展览会，民生证券研究院

(4) 推荐标的

看好云游戏成为下一次游戏产业浪潮，从游戏内容质量提升+降低用户获取渠道两个维度拓宽用户边界，提升整体游戏板块的估值。**短期：**云游戏即点即玩的模式预计提高游戏发行效率。降低用户接触游戏门槛使营销导流优秀公司受益，推荐三七互娱等。**中期：**研发实力强的优质内容研发商预计在产业链话语权变强，推荐完美世界、吉比特等；建议关注网易。**长期：**看好云游戏平台龙头，建议关注腾讯（腾讯云游戏平台 START+强大云计算能力+强大研发实力和游戏分发实力---应用宝+微信+手 Q+未来的云游戏平台）；建议关注主题性机会：顺网科技（顺网云网吧）、号百控股。

2、5G 时代网速提升解决 VR/AR 瓶颈，预计将迎来大规模爆发

5G 时代网速提升解决了 VR 设备过去由于网速延迟较多引起的玩家游戏眩晕、体验较差的瓶颈，中国 VR 市场规模 2020 年有望达到 301 亿元。用户如果要达到 VR/AR 的完美体验，需要满足高带宽、低时延、高移动性等条件。前期 VR 设备没有大规模商用落地主要原因是之前网速较慢，使用 VR 设备延迟较大，导致玩家游戏中眩晕，体验较差。5G 时代，网速提升将解决 VR 发展瓶颈，预计将迎来全面爆发。建议关注相关上市公司如：号百控股，易尚展示，数字王国（港股）等。

图 30: 5G 时代网速提升解决 VR 瓶颈的三个方面

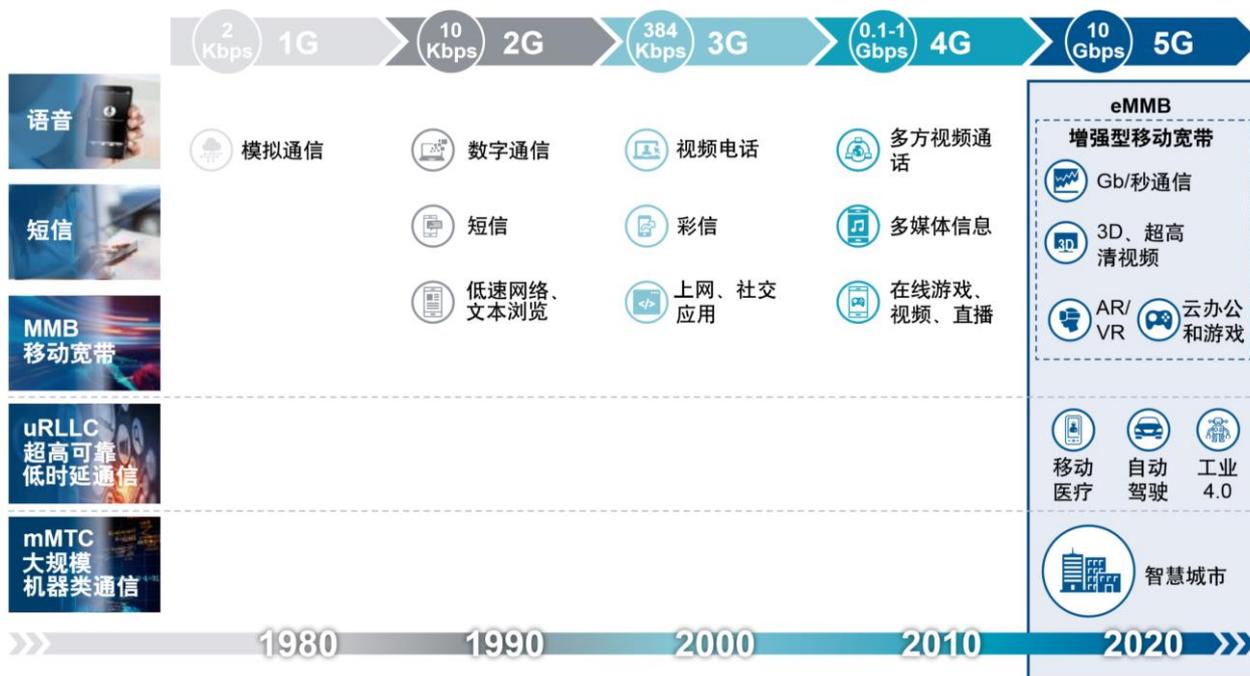


资料来源: 民生证券研究院整理

3、超高清视频或将成为 5G 时代主赛道

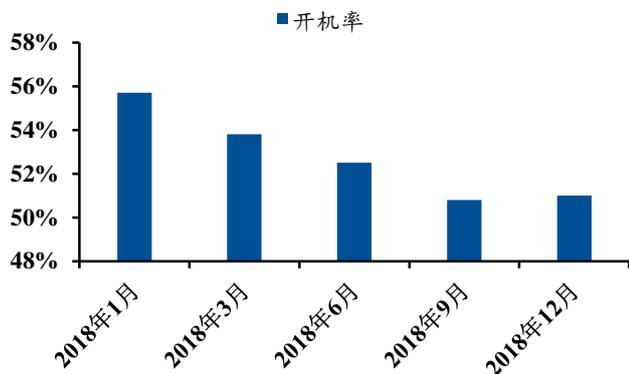
看政策: 到 2022 年超高清视频产业总规模超 4 万亿。2019 年 3 月工信部和广电总局印发《超高清视频产业发展行动计划(2019-2022 年)》, 提出到 2022 年, 我国超高清视频产业总体规模超过 4 万亿元, 超高清视频用户数达 2 亿, 4K 产业生态体系基本完善, 8K 关键技术研发和产业化取得突破, 形成一批具有国际竞争力的企业。**看现状:** 移动端冲击下电视大屏使用率低。移动端冲击下智能电视开机率下滑至 50% 左右, 月均在线天数 18 天左右。

图 31: 1G 到 5G 应用场景变迁



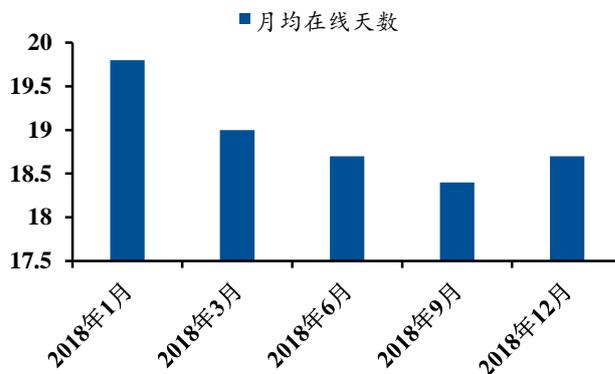
资料来源: 罗兰贝格, 民生证券研究院

图 32: 18 年智能电视开机率对比



资料来源: Admaster, 民生证券研究院

图 33: 18 年智能电视月均在线天数对比(天)



资料来源: Admaster, 民生证券研究院

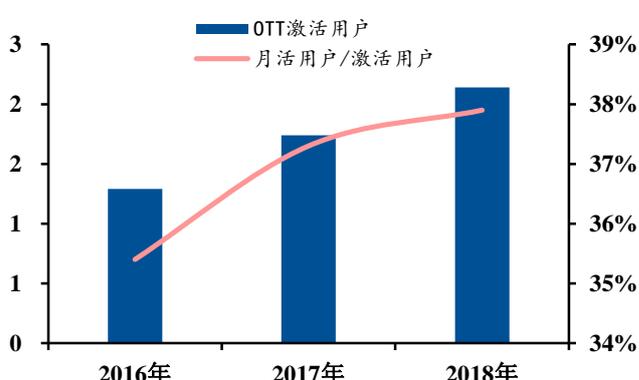
看未来: 新技术带来产业爆发, 广告营销+内容付费+用户增值, 大屏市场仍有巨大可开发空间。广告营销: 整合现有传统 TV 千亿规模和 OTT/IPTV 百亿规模市场, 预测 2022 年广告营销将达 1400 亿左右; 内容付费: 内容市场规范化, 用户付费率逐渐提升 (目前 OTT 活跃用户不足一亿, 付费率不足 10%); 用户增值: 以教育/游戏/短视频/健康为代表的服务模式将衍生出广阔增值市场; 建议关注相关公司如芒果超媒, 新媒股份。

图 34: 用户增值业务场景举例



资料来源: Admaster, 民生证券研究院整理

图 35: 2016~2018 年 OTT 用户数 (亿人) 及占比变化



资料来源: Admaster, 民生证券研究院

表 1: 头部企业对大屏市场未来展望

相关公司	相关评论
阿里	行业预测 2019 年 OTT 广告收入将突破百亿大关, 后续增量仍非常可观; 除广告收入外, OTT 会员付费是另一个收入增长点。
小米	大屏端营销价值巨大, 特别是当 5G 普及的时候, 不仅仅是广告, 还会有更多增值服务, 它未来将是家庭连接互联网的终端。
腾讯	5G 传输速率和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, 同时也可连接其他智能家居终端, 为大屏除观看之外拓宽用户路径。腾讯客厅一直致力打造智慧家庭建设, 包括游戏/互动/生活等布局。

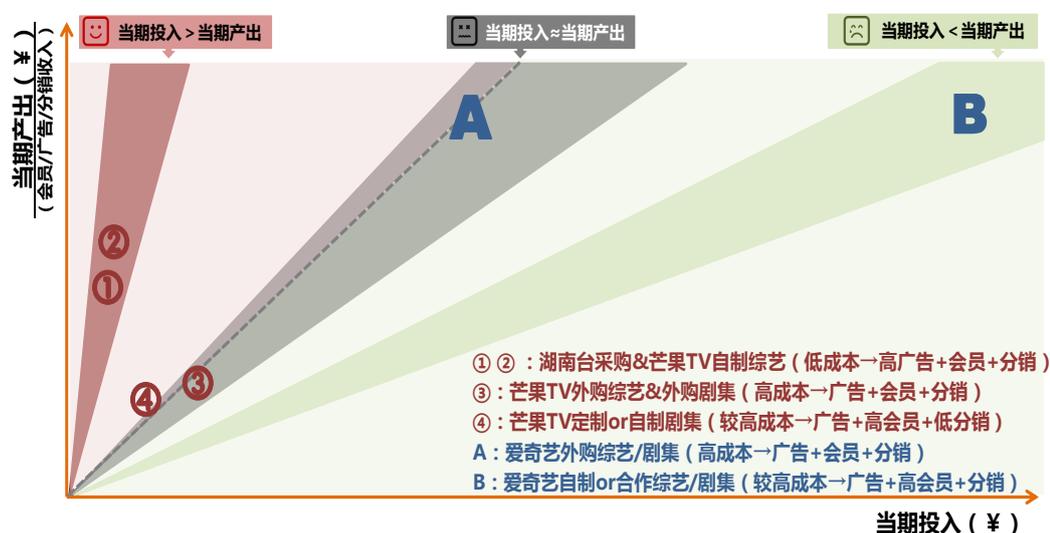
资料来源: 36Kr, 民生证券研究院

(二) 把握核心资产：壁垒高的平台龙头

1、芒果超媒：核心内容+优质平台，另辟蹊径的传媒巨头

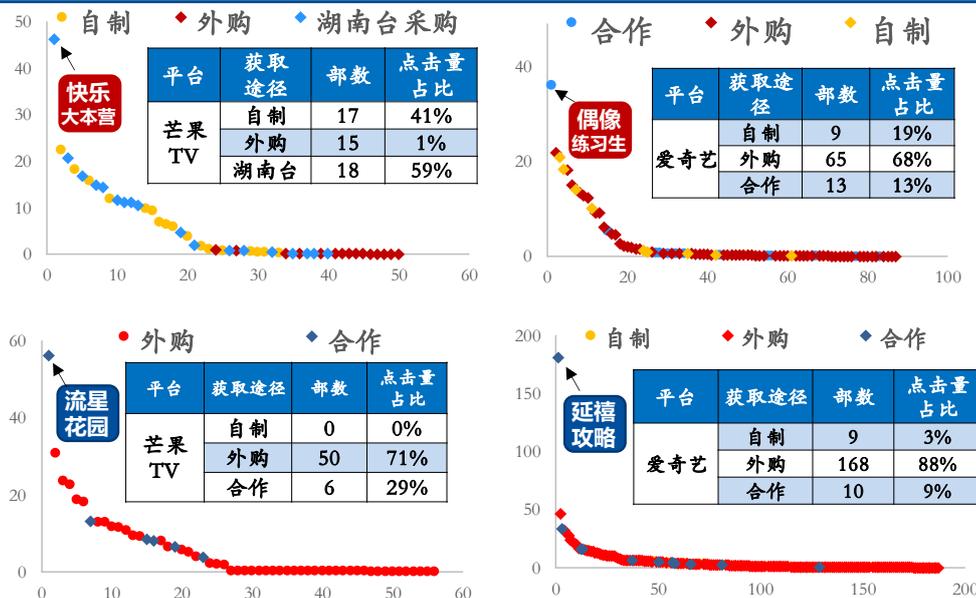
相比爱奇艺和腾讯视频至少 50% 以上的综艺和综艺点击都是外购内容，芒果 90% 以上的综艺点击量为湖南系贡献；且通过和腾讯视频对比，芒果的单部自制综艺点击量在 2019H1 实现 100% 的增长，而同期腾讯视频单部综艺的点击量却在下滑。我们认为综艺类别数据背后的关键原因是腾讯视频和爱奇艺作为互联网公司，天生缺乏做内容的基因，因此要发力差异化内容，无论是平台自制还是与他人定制（定制需要有选择综艺类型的眼光），都需要付出高额的“试错成本”以逐渐形成平台对于内容把控的竞争力。而芒果 TV 植根于湖南卫视，具有天然的传媒属性，继承湖南卫视数十年深耕综艺品类的经验，自制优势远远超过优爱腾。

图 36：芒果 TV 和爱奇艺综艺剧集投资回报率对比



资料来源：公司公告，民生证券研究院绘制

图 37: 芒果 TV 和爱奇艺 TV2018 年播放综艺和剧集的点击量示意图

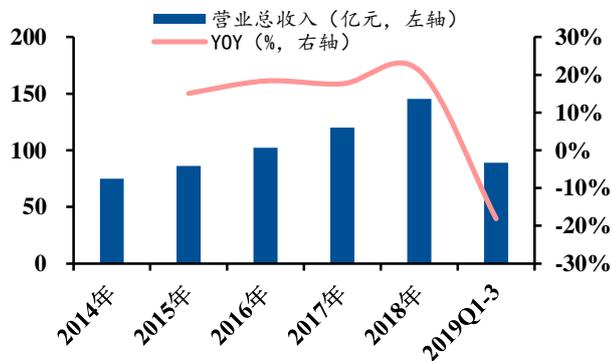


资料来源: 公司公告, 芒果 TV, 爱奇艺, 民生证券研究院

2、分众传媒: 楼宇媒体龙头, 静待王者归来

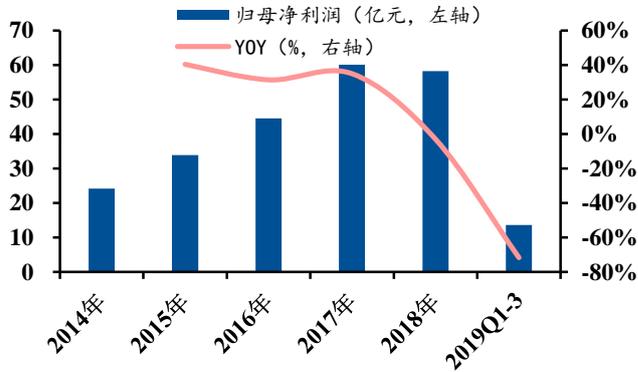
分众传媒是全国最大生活圈媒体巨擘, 公司产品包括楼宇媒体、影院银幕媒体等。截至 19 年 7 月底, 公司共拥有电梯电视点位合计 78.5 万台 (含海外 3.3 万台), 电梯海报 195.4 万个, 签约影院超 1870 个, 银幕 1.25 万块。公司成立 16 年市占率第一, 我们认为分众传媒的核心竞争力在于规模效应和运营能力构建的护城河——**规模化广告资源点位和联播网的优势**: 分众的联播网定价一般约 40W-90W 每周, 单位是 60 次每天, 每次 5-15 秒不等, 联播网套餐一般能够覆盖 6000-8000 个资源点位, 大规模的资源点位的投放对消费者被动观看的品牌输出, 是引爆新品牌的优质手段。**持续较高的挂利率**: 分众通过收集大量的媒体资源点位, 有能力将其出售给广告主, 保持较低的点位空置率是竞争力的关键所在。

图 38: 分众传媒 2014-2019Q1-3 营收及同比增速



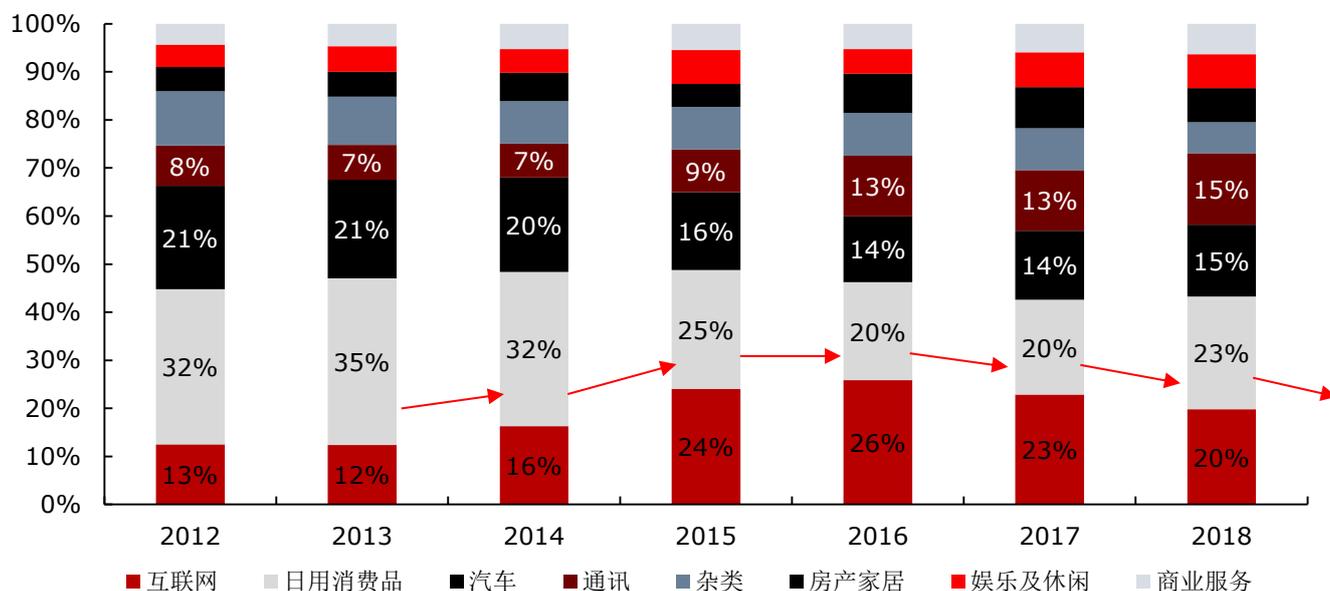
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图 39: 分众传媒 2014-2019Q1-3 归母净利润及同比增速



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图 40：分众传媒 2012-2019Q3 分行业客户结构占比变化趋势（%）

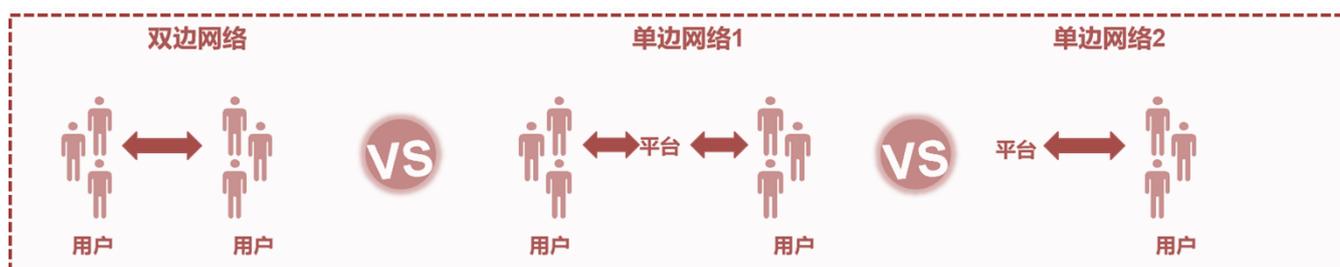


资料来源：公司公告，民生证券研究院

3、视觉中国：“社区+工具+交易”网络价值巩固

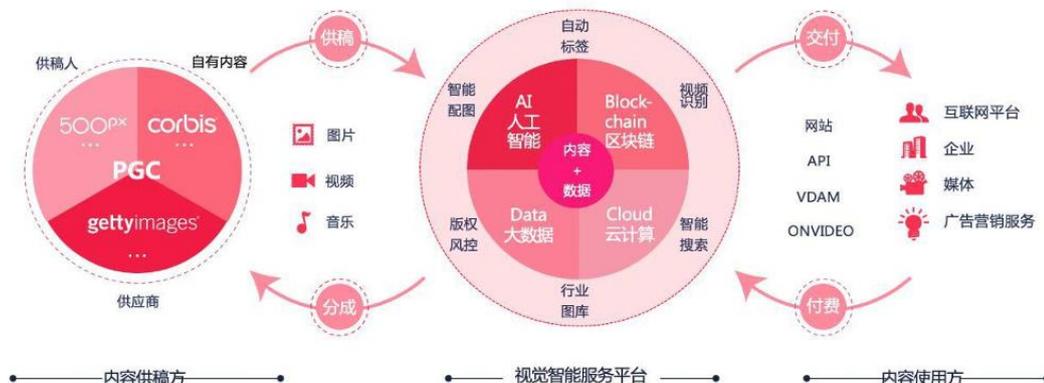
判断一个互联网公司的价值，主要看其商业模式和底层网络，商业模式货币化程度强，将带来 EPS 的高增速，底层网络的牢固程度（节点数）决定着公司网络的估值。

图 41：底层网络模式



资料来源：WIND，民生证券研究院绘制

图 42: 视觉中国商业模式



资料来源: WIND, 民生证券研究院

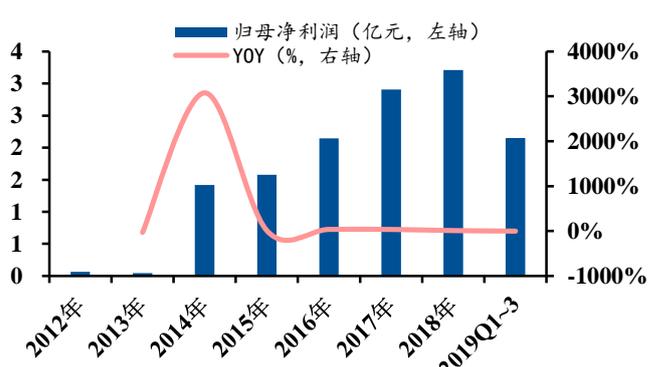
视觉中国创办于 2000 年, 创立初期主体为中国第一家互联网版权图片交易平台 Photocome, 公司成立至今 20 年, 其发展主要围绕两条主线进行: 获取上游优质图片素材和拓展下游客户。
下游客户拓展: 依托互联网平台拓展长尾客户, “内容+技术+服务” 赢得大客户; **优质图片素材获取:** 自有资源包括 Corbis 和 500px, 与 Getty 保持长期独家合作, 保持宽阔护城河的同时又享受高毛利率; **盈利模式:** 客户既可以采取零售购买方式获得授权与服务, 满足项目型的工作需要, 也可以通过“年度长期合作协议”的方式获得授权与服务, 以满足客户持续稳定的内容需求。

图 43: 视觉中国 2012~2019Q1-3 营收及同比增速



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图 44: 视觉中国 2012~2019Q1-3 归母净利润及同比增速



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

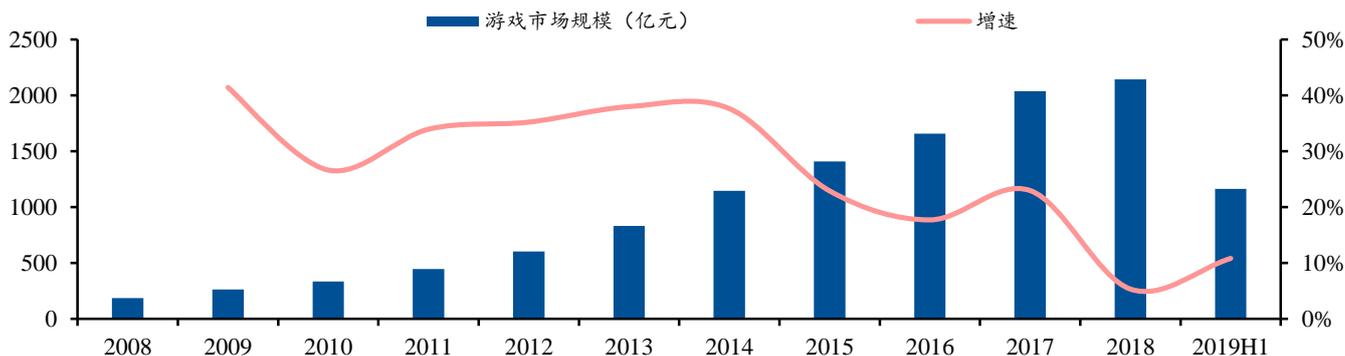
(三) 寻找个股拐点: 游戏已拐, 影视临近, 营销待观望

1、游戏市场: 行业拐点已至, 龙头公司优势增强

移动互联网红利的尾声, 5G 应用创新的起点。从端游/主机游戏, 到页游, 再到移动游戏/H5 游戏, 游戏行业在近八年的移动互联网辉煌时代中迸发了巨大生机, 国内游戏市场的用户

数和市场总规模由 2009 年的 1.15 亿人、262.8 亿元，急剧增长至 2018 年的 6.26 亿人、2144.4 亿元。然而伴随近两年来移动互联网红利的衰退和行业监管政策的变动，游戏行业无论在行业格局还是二级市场股价表现上均出现了调整。2018 年末以来，游戏版号发放重回常态化，供给端改善带来行业增速及头部公司业绩回暖，同时 5G 应用云游戏加强行业中长期增长预期，游戏板块标的亦在估值修复中。

图 45: 中国游戏市场收入 (亿元) 及同比增速

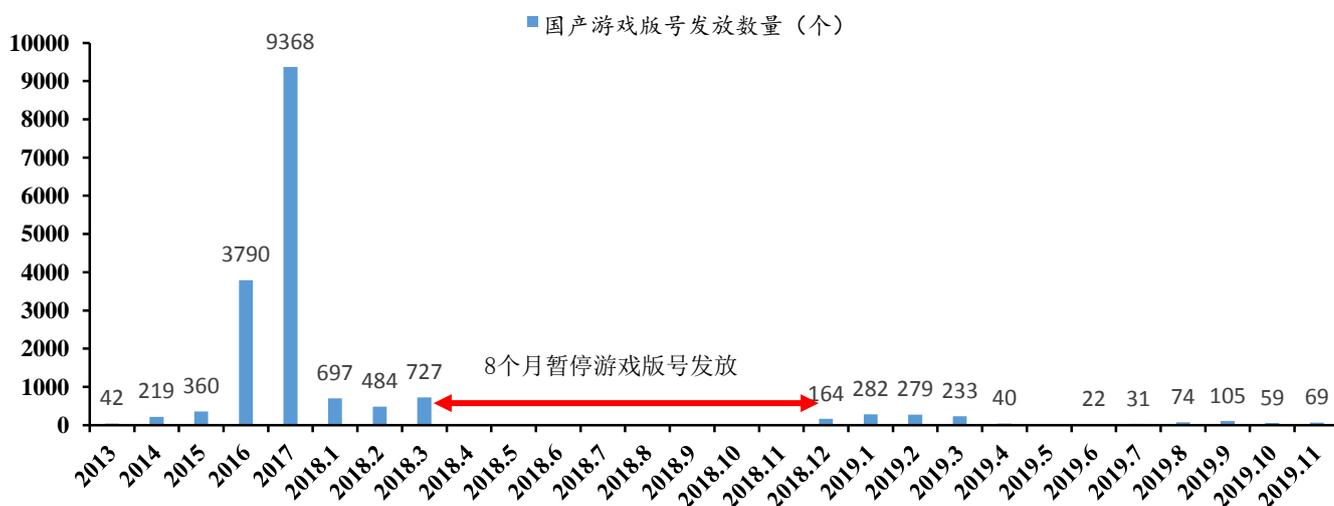


资料来源: 伽马数据、民生证券研究院

(1) 游戏版号发放收紧倒逼游戏行业供给侧改革，龙头公司优势明显

版号审批发放已经步入正轨，版号常态化有望从供给端改善行业。2017 年一年发放 9000 多个相对放松式的监管方式基本不可能重现，游戏行业作为青少年意识形态塑造的“根据地”，新格局下监管将趋于专业化和精细化。但是，国产游戏版号自 2018 年 4 月暂停 8 个月后，于 2018 年 12 月重启版号发放，2019 年 4 月，游戏版号申报重启，标志着版号审批发放逐渐步入正轨。

图 46: 国产游戏版号发放数量 (个)

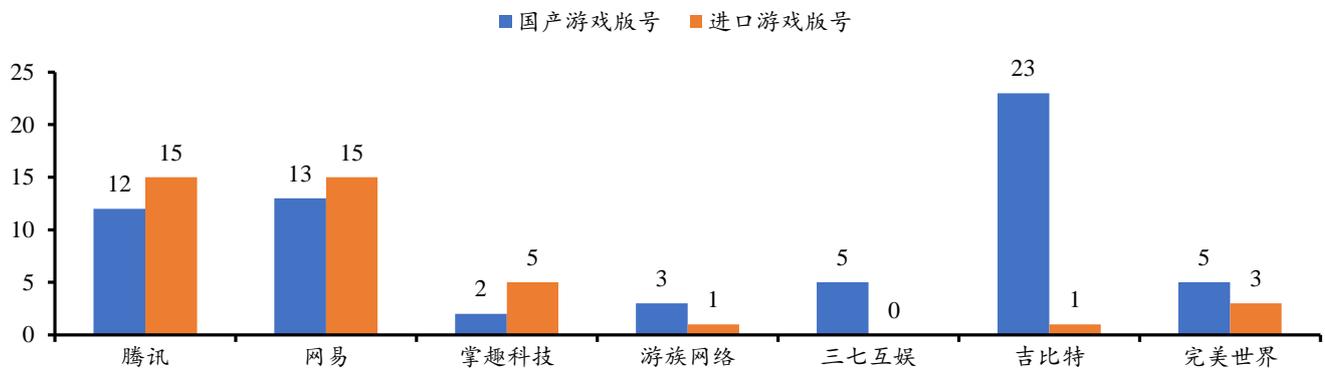


资料来源: 广电总局, 民生证券研究院

(2) 游戏市场拐点已至，游戏版号发放收紧倒逼游戏行业供给侧改革，龙头公司优势明显

游戏版号发放收紧倒逼游戏行业供给侧改革，游戏龙头公司优势明显。在18年4月版号暂停发放以前，18年前三月版号每月发放基本在400-700个，游戏行业相对“鱼龙混杂”，抄袭、换皮、赌博类游戏轻易拿到版号，去年12月版号重启以后，每月版号发放在几十到上百个，游戏版号发放收紧倒逼游戏行业供给侧改革，对于龙头有巨大优势，原来抄袭等不规范游戏难以拿到版号，而龙头公司由于经营一直规范，上线游戏基本版号获取都非常顺利，游戏龙头公司优势明显。今年如完美世界的头部S级游戏《完美世界》手游、《神雕侠侣2》、《我的起源》等都顺利拿到版号。

图 47:《深化党和国家机构改革方案》发布后的结构调整



资料来源：广电总局，民生证券研究院

(3) 整体手游市场增速稳健，业绩分化明显，游戏版号发放收紧倒逼游戏行业供给侧改革，龙头公司优势明显

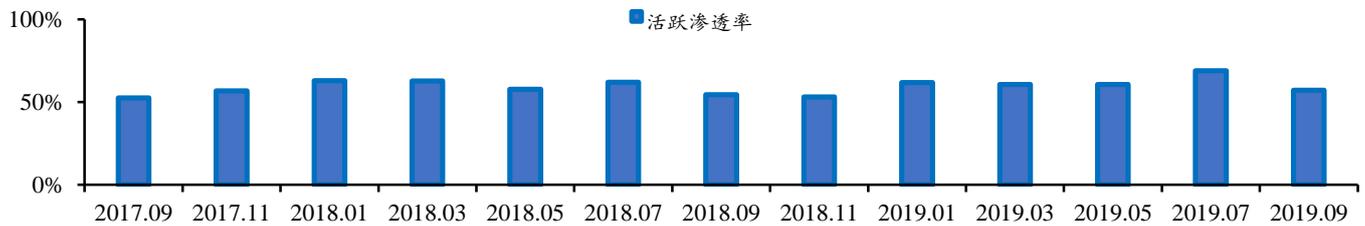
今年暑假7、8月手游MAU以及活跃渗透率创近三年新高，MAU达到7.8亿，活跃渗透率达到69%。自去年12月以来，游戏版号恢复审批，4月吃鸡手游《和平精英》获得版号，7、8月暑假期间MAU达到7.8亿，活跃渗透率达到69%，创近三年新高，较去年12月增长1.6亿，今年手游MAU整体每月都呈现同比正增速。

图 48: 手游月活跃用户规模（亿）及同比增速（%）



资料来源：Questmobile，民生证券研究院

图 49: 手游用户活跃渗透率 (%)



资料来源: Questmobile, 民生证券研究院

2019Q1-Q3 游戏上市公司营收增速和行业增速匹配, 归母净利润同比下滑 3%, 业绩分化明显, 龙头表现强势。2019Q1-Q3 游戏上市公司整体营收 711 亿元, 同比增长 11%, 归母净利润 131 亿元, 同比下滑 3%。游戏板块业绩分化明显, 40 家游戏类上市公司中, 20 家公司净利润增速为负, 占比 50%, 实现同比正增速的公司占比 50%, 其中 8 家增幅在 20% 以内, 占比 20%, 4 家公司增幅在 20%-50% 之间, 8 家公司超过 50%。板块内的龙头公司表现普遍较好, 吉比特, 三七互娱、完美世界等龙头公司净利润增幅均较高。

图 50: 游戏行业营业收入 (亿元) 及同比增速 (%)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 51: 游戏行业归母净利润 (亿元) 及同比增速 (%)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

(4) 目前游戏行业估值处于低位, 考虑到未来盈利增速, 目前估值较低, 配置性价比较高

在 2015 年游戏行业估值处于高 PE 阶段, 这时候处于牛市并受到资产证券化行情驱动, 游戏公司估值普遍偏高。我们选取市值 50 亿元以上游戏公司, 目前 19-21 WIND 一致预期 PE 中位数为 18X, 15X, 14X, 19-21 WIND 一致预期归母净利润增速中位数为 28%, 19%, 15%, 我们认为考虑到未来盈利增速, 目前估值较低, 配置性价比较高。

图 52: A 股主要游戏公司 PE 及归母净利润增速 (%) (盈利预测为 WIND 一致预期)

A股主要游戏板块公司表现									
公司代码	公司名称	PE				市值 (亿元)	净利润增速		
		PE-TTM	2019PE	2020PE	2021PE		2019E	2020E	2021E
002602.SZ	世纪华通	25.03	18.24	14.53	13.32	523.57	198.36	25.47	9.10
002624.SZ	完美世界	20.91	18.39	15.86	13.88	389.75	24.22	15.98	14.25
002555.SZ	三七互娱	28.67	18.80	15.82	13.89	385.91	104.01	18.85	13.90
002558.SZ	巨人网络	44.10	31.42	28.69	26.23	354.06	4.53	9.49	9.40
603444.SH	吉比特	21.39	21.19	18.23	15.85	189.55	23.71	16.22	15.06
300418.SZ	昆仑万维	14.00	13.46	11.66	10.34	169.68	25.30	15.44	12.77
600373.SH	中文传媒	9.60	8.90	7.90	7.12	161.77	12.30	12.57	10.97
300113.SZ	顺网科技	56.86	29.11	25.04	21.07	131.98	40.96	16.26	18.85
300315.SZ	掌趣科技	-3.93	21.57	13.57	11.64	130.43	119.20	58.95	16.61
002174.SZ	游族网络	12.44	11.29	9.52	8.16	128.29	12.64	18.63	16.66
600633.SH	浙数文化	22.16	18.42	15.85	13.75	109.23	23.98	16.20	15.27
300459.SZ	金科文化	13.40	9.04	7.42	6.64	97.45	28.02	21.89	11.64
002605.SZ	姚记科技	19.03	14.13	11.04	9.45	60.39	229.48	28.04	16.79
002261.SZ	拓维信息	-4.44	39.82	28.50	23.67	60.10	111.06	39.74	20.38
300043.SZ	星辉娱乐	16.29	15.47	13.33	11.36	59.47	61.22	16.01	17.37
002699.SZ	美盛文化	22.27	16.70	14.57	13.64	56.12	139.65	29.67	37.29
002517.SZ	恺英网络	21.99	37.17	14.66	13.81	54.24	-16.28	153.42	6.22
	中位数	16.29	18.42	14.66	13.75	130.43	28.02	18.63	15.06

资料来源: Wind, 民生证券研究院

(5) 标的推荐

● 完美世界

1、市场认为游戏公司是项目制公司，未来的业绩增长主要来自于新游业绩增量，老游戏中后期流水下滑较为严重，业绩不确定性较高，所以无法给较高估值。我们认为市场低估度 MMORPG 游戏长生命周期。作为市场最擅长 MMORPG 品类公司，未来看好公司 MMORPG 持续释放业绩。老游戏通过长线化运营，流水可以持续增长，给公司业绩带来增量，叠加公司新游带来新游增量，未来业绩具有确定性和持续性特点，能够给予公司估值溢价。

二线 MMORPG 龙头游戏《问道手游》，上线三年，今年用户人数以及流水仍然持续增长，一线 MMORPG 龙头梦幻西游端游 19Q3 流水创 2003 年上线 16 年以来新高，梦幻西游手游上线近 5 年，目前 IOS 游戏畅销榜排名依然在第三名。渠道、IP、游戏画质，玩法丰富度优秀的《完美世界手游》、《神雕侠侣 2》，以及未来上线的《新笑傲江湖》、《新神魔大陆》、《梦幻西游诛仙》等重点 MMORPG 游戏，未来的长线化运营能够带来稳定的业绩增速，有较多超预期空间。

2、公司战略从原来的以主要品牌营销加少量买量，到现在品牌营销+买量并行的策略转变，我们认为目前公司战略的变化已得到验证。

今年公司 7 月底上线的 S 级手游《神雕侠侣 2》，19Q3 新游买量投入全市场第一，买量投入较高，19Q3 单季度销售费用率为 22%，是近几年新高，IOS 游戏畅销榜排名自上线以来基本稳定在前 40 名，品牌营销+主要买量策略根据产品灵活调整的模式得到验证。我们通过测算今年买量投入较大游戏，在游戏免费榜和畅销榜表现游戏。我们认为在目前游戏市场，买

量是非常有效的一个策略，对于优质的游戏内容，能迅速获取你的目标客户群体，通过长线化运营，未来不断释放业绩。

3、市场认为，公司端游及主机游戏营收及利润目前下滑，未来难以看到增速，“蒸汽中国”处于较早期阶段，利润短期难以体现。我们认为端游和主机游戏的持续投入，体现公司研发实力储备，未来在云游戏+VR 产业浪潮最受益。

公司端游及主机游戏业务短期虽然难以看到业绩爆发，但是中长期来看，研发实力储备充分的公司在云游戏+VR 产业浪潮最受益。同时 Steam 作为目前 VR 游戏最多的游戏分发平台，“蒸汽中国”虽然短期难以体现利润，但是随着 VR 游戏发展，公司占据较好卡位优势，看好公司研发实力未来的厚积薄发。作为游戏研发龙头，未来云游戏+VR 产业浪潮最受益，估值理应得到更高溢价。

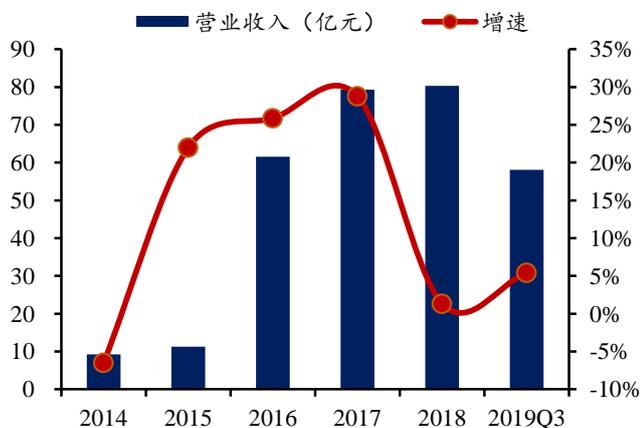
4、市场对影视业务过于悲观，但是我们认为影视业务利润占比不高，目前影视板块监管政策处于历史高位，看好公司影视业务边际向上。

影视业务占比不高，19H1 影视毛利润占公司总毛利润 16%，影视业务净利润贡献比重较小，影视业务未来不会拖累公司整体业绩。同时因为 70 周年国庆，目前传媒板块监管政策已经处于历史高点，未来政策端继续严格的空间不大，看好未来传媒政策监管方向边际改善，利好公司影视板块，公司 8 月上映电视剧《老酒馆》、《山月不知心底事》，预计之后应该会有更多作品能够上映。

5、短期看：完美世界新游戏 PIPELINE 较为优秀，看好预计今年 12 月 19 日定档上线新手游《新笑傲江湖》，以及明年预计上线的新游《梦间集天鹅座》、《新神魔大陆》、《梦幻诛仙》、《战神遗迹》、《幻塔》等表现增厚业绩。

综上，从短期和长期来看，现有游戏的业绩持续释放+未来新游增厚业绩+长期看云游戏/VR 游戏带来的业绩增量和估值提升。

图 53：完美世界营业收入（亿元）及同比增速（%）



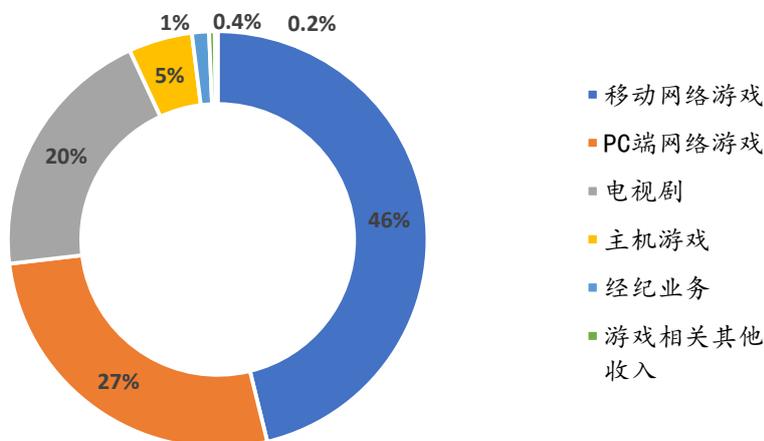
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 54：完美世界归母净利润（亿元）及同比增速（%）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 55：2019H1 完美世界分业务营业收入占比（%）



资料来源：Wind，民生证券研究院

● 三七互娱

市场部分投资者质疑三七互娱商业模式主要靠大量投放营销费用，做换皮类游戏，公司护城河不高，但是我们认为随着抖音等短视频渠道的拓宽，公司精准买量模式现在优势明显，同样是买量模式，三七互娱产出投入比遥遥领先，是买量游戏运营最为优秀公司，公司的自主研发产品具有高产出、高成功率、长周期和用户年龄层定位精准等特性。中长期，看好公司研运一体优质表现。

公司目前头部手游《斗罗大陆》上线以来连续 7 个月流水增长，打破之前头部游戏《永恒纪元》记录，我们预计随着腾讯视频《斗罗大陆》动漫情上进入高潮，影游联动作用加剧《斗罗大陆》手游导流，流水有望进一步有超预期表现，同时自研及代理产品储备丰富，游戏出海拓展新市场，公司目前正在研发《超能球球》（拿到版号）、《暗黑后裔》、《斗罗大陆 3D》等多款手游，未来游戏流水有望更进一步。根据买量模型，预计 19Q4 到明年营销费用率会逐渐下降，增厚利润。19Q1-Q3 销售费用率为 60%，我们预计未来销售费用率逐渐下降到 30%-40%（之前几年基本处于这个水平）。

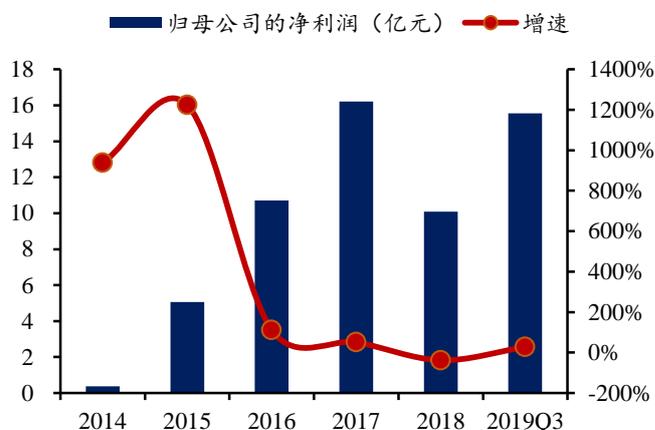
今年 S 级新游三驾马车《一刀传世》、《斗罗大陆》和《精灵盛典》保证业绩大年，流水短中期预计有较稳定表现，公司预计 19 年全年净利润在 20.5-21.5 亿元，我们预计未来仍然有一定超预期空间，考虑到公司未来增速以及竞争力，目前安全边际较高。

图 56: 三七互娱营业收入 (亿元) 及同比增速 (%)



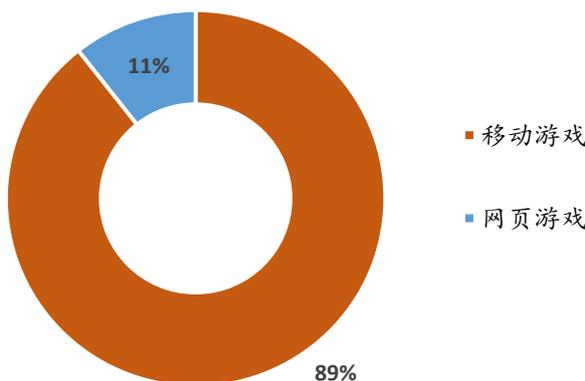
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 57: 三七互娱归母净利润 (亿元) 及同比增速 (%)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 58: 2019H1 三七互娱分业务营业收入占比 (%)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

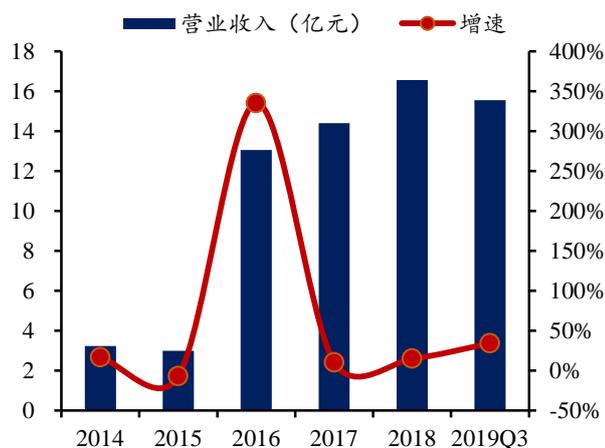
● 吉比特

《问道手游》优异表现支撑整体业绩，游戏运营实力强劲。今年《问道手游》在 App Store 游戏畅销榜平均排名为第 25 名，最高至该榜单第 5 名，目前为 31 名，据估算单款游戏流水占公司所有游戏总流水 50% 以上，《问道手游》自 16 年上线，已经运营接近 4 年，今年流水和用户数继续创新高。MMORPG 游戏品类本身长生命周期叠加公司游戏运营实力强劲，《问道手游》优异表现支撑整体业绩。截至 2019 年 6 月 30 日，累计注册用户数量超过 3,300 万。

现有游戏优异表现带动业绩高增长，多款新游储备保障后续增长动力。《不思议迷宫》在 App Store 游戏畅销榜排名最高达到第 22 名，截至 2019 年 6 月 30 日，累计注册用户数量超过 1,600 万；《贪婪洞窟 2》在 App Store 游戏畅销榜平均排名为第 13 名，最高达到第 1 名。现有游戏总体表现优异。后续还有《魔渊之刃》、《冒险与深渊》等多款优良游戏储备等待上线，能够保障公司后续增长动力。

公司研发创新实力雄厚，Roguelike 游戏运营经验丰富。截至 2019 年 6 月 30 日，公司共有 323 名研发人员，占公司员工总数的 53.83%。公司中高层管理人员工作经验丰富，研发核心层人员均系拥有多年游戏开发及团队管理经验的资深人士，公司 2017 年、2018 年、2019 年上半年累计研发费用 6.83 亿元，分别占营业收入的 16.9%、17.4%、14.2%。此外，公司推出了《不思议迷宫》《地下城堡 2》等广受玩家好评的 Roguelike 手游，通过对大量 Roguelike 游戏玩家行为数据的挖掘与分析，公司在该品类游戏运营上积累了独到的经验。

图 59：吉比特营业收入（亿元）及同比增速（%）



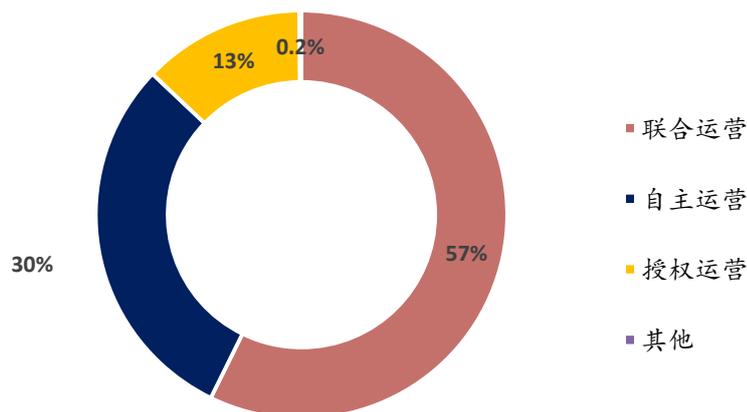
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 60：吉比特归母净利润（亿元）及同比增速（%）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 61：2018 吉比特分业务营业收入占比（%）



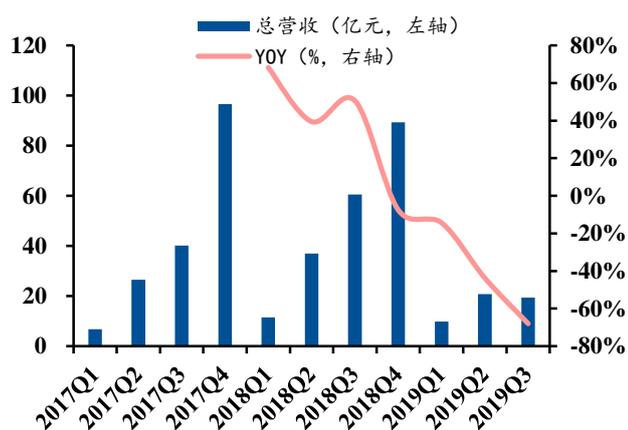
资料来源：Wind，民生证券研究院

2、影视：最坏的时候已经过去，预计拐点临近

2018 年以来，影视行业面临政策监管压力显著增强，包括对演员片酬、阴阳合同、偷税漏税等行业经营问题的集中整治，以及“限古令”、网台内容审查并轨等针对内容题材的政策变动，电视剧行业 18 年以来一直处于深度调整状态。我们认为近期剧集行业的两个关键的不匹配因素正在发生改变（1）收入成本不匹配。由于电视剧行业一般 18 个月的制作周期，从去

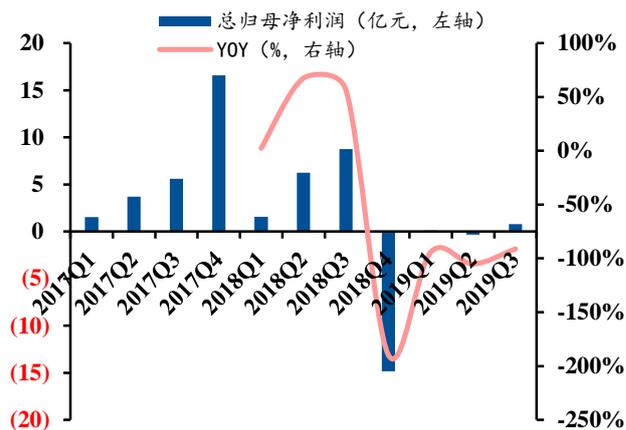
年年中到今年三季度，处于成本高（拍摄库存成本高），收入低（渠道端价格下降）的矛盾阶段，很多公司处于亏损阶段，（2）供需结构不匹配，限古令、网台审核等政策导致渠道端对内容的需求与内容公司供给不匹配，叠加监管层面影视剧延期播放等因素，导致业绩持续不及预期，而经过一年多的调整，我们认为内容供给结构也已经有了很大的改变。我们认为目前最坏的时期已经过去，预计影视拐点临近。

图 62: 17Q1~19Q3 电视剧行业总营收及同比



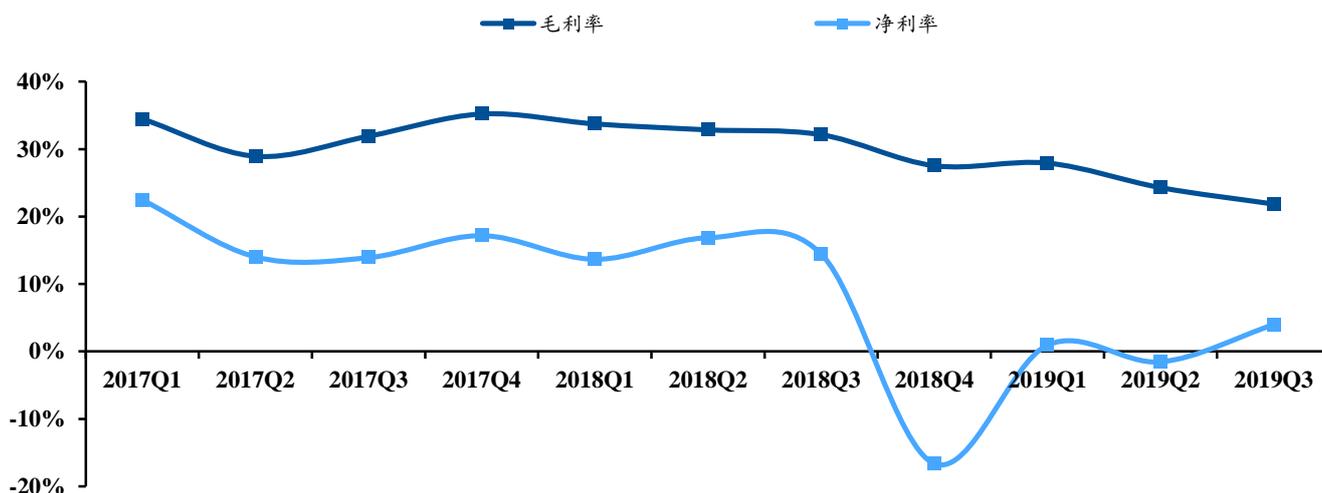
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 63: 17Q1~19Q3 电视剧归母净利润及同比



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 64: 2017Q1~2019Q3 电视剧行业毛利率及净利率变化趋势



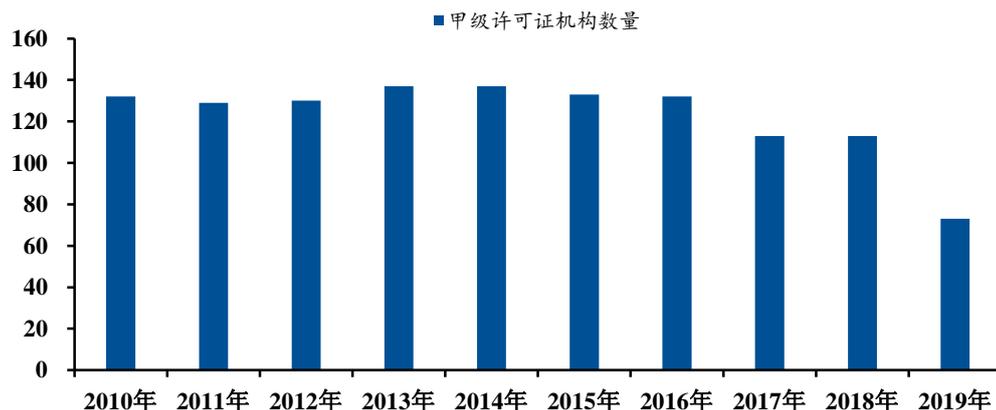
资料来源: Wind, 民生证券研究院

看需求: 互联网视频平台剧集需求数量有所回暖，部分延迟待播剧库存有望逐渐消化。根据爱奇艺、腾讯视频、芒果TV发布的2020年剧集片单，可以看到一方面三平台2020年片单剧集数量相比2019年有所回升，三家平台剧集数量分别同比增长28%、58%、14%；另一方面部分2019年延迟待播剧被放入2020年片单（如爱奇艺《剑王朝》《大主宰》《绝代双骄》

/腾讯视频《三生三世枕上书》《将夜 2》/芒果 TV《三千鸦杀》《锦衣之下》/优酷视频《大明风华》等），影视公司库存消化进度持续改善。

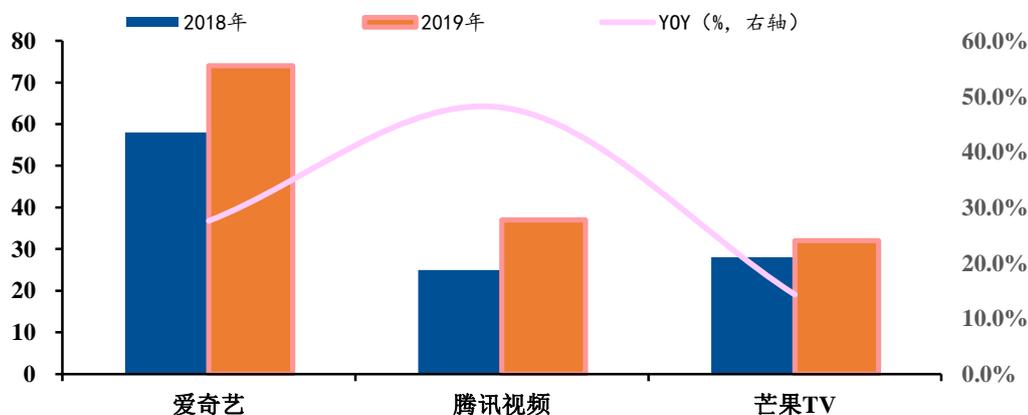
看格局：中小电视剧制作玩家大量出清。从近年来获电视剧甲级制作许可证的企业数量来看，行业中小玩家在出清：2019 年获得甲级电视剧许可证机构共 73 家，相比 2018 年减少 40 家，行业集中度逐渐提升。

图 65：2010~2019 年甲级许可机构数量变化



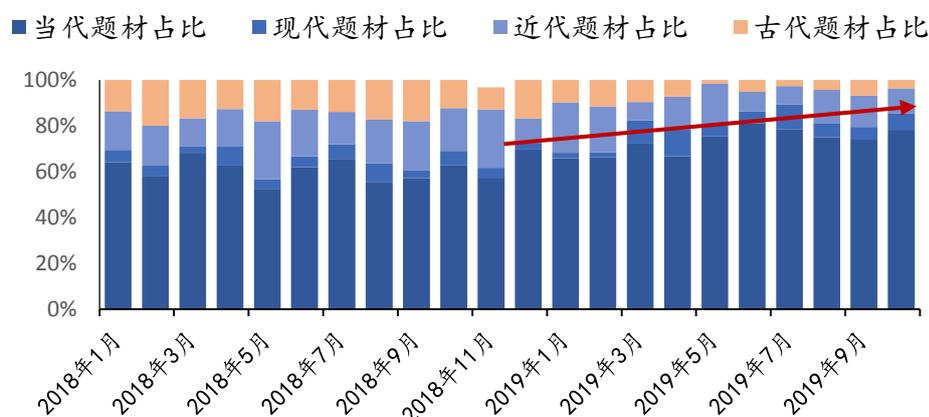
资料来源：广电总局，民生证券研究院

图 66：2018~2019 年爱腾芒公布剧集数量（个）及同比变化



资料来源：爱奇艺，芒果 TV，腾讯视频，民生证券研究院

图 67：2018 年 1 月-2019 年 10 月备案公示电视剧类型变化

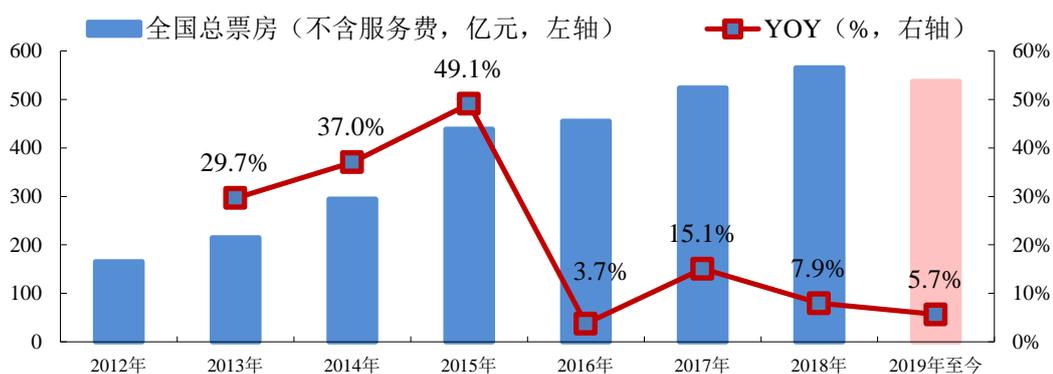


资料来源：广电总局，民生证券研究院

3、院线：预计全年增速个位数，拐点仍需等待

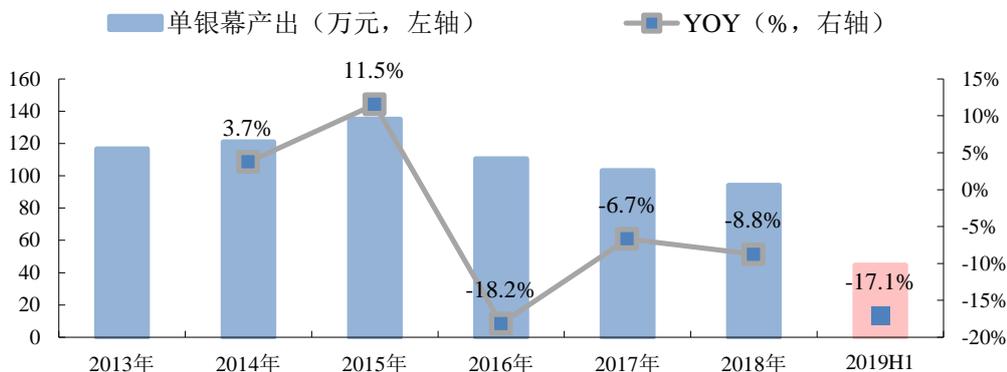
截至 11 月 17 日 12:00，2019 年票房（不含服务费）实现 537.6 亿元，同比增长 5.7%，预计全年票房增速维持个位数。影院行业单银幕产出自 2016 年来持续下滑，主因需求端电影票房增速自 2016 年大幅下滑，而供给端新建影院速度受商业地产租约提前签订等因素影响并未同比例放缓。对比近年来 TOP10 影投市占率变化趋势，我们认为影院行业整合仍需 1~2 年时间，短期拐点仍应等待。

图 68：2012~2019 年电影票房及同比变化



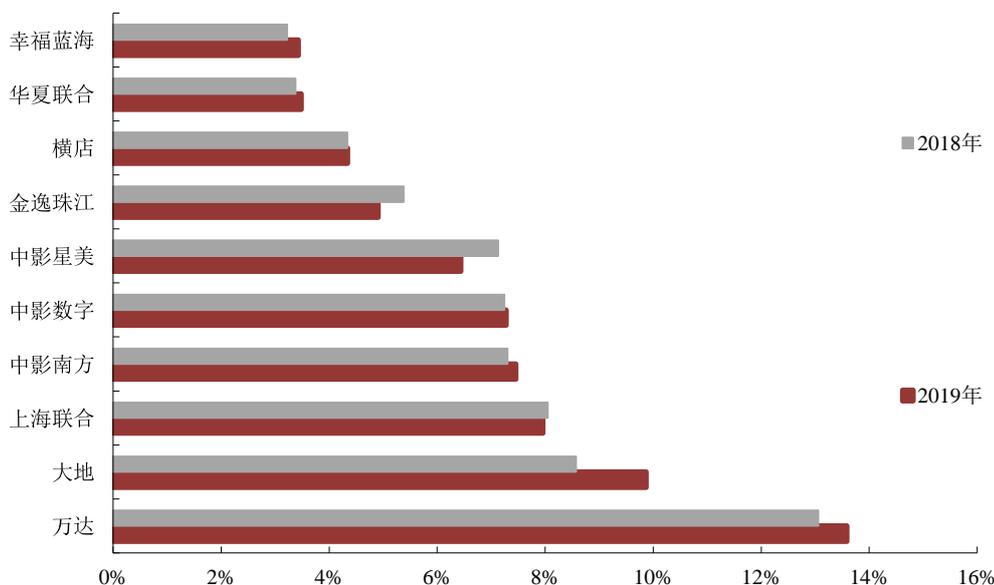
资料来源：艺恩，民生证券研究院

图 69：2013~2019H1 单银幕产出及同比变化趋势



资料来源：艺恩，广电总局，民生证券研究院

图 70：竞争格局对比：TOP10 影投公司 2018~2019 年市占率变化



资料来源：艺恩，民生证券研究院

4、营销：受经济影响依旧承压，拐点仍待观望

广告市场受宏观环境影响整体承压。2019Q1-Q3 营销行业整体营收 1055.13 亿元，同比增长 4%，归母净利润 45.20 亿元，同比下滑 45%，受宏观经济影响，广告需求依旧承压。

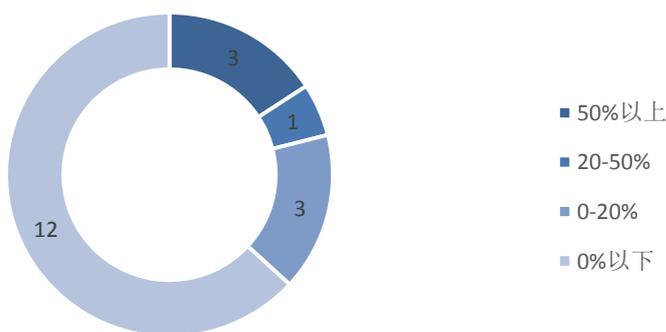
图 71：营销行业 2018 年年报及 2019Q1-Q3 营收(亿元)、归母净利润(亿元)及增速

	年报营收			Q1-Q3 营收			年报归母净利润			Q1-Q3 归母净利润		
	2017	2018	yoy	2018	2019	yoy	2017	2018	yoy	2018	2019	yoy
				Q1-Q3	Q1-Q3					Q1-Q3	Q1-Q3	
分众传媒	120.14	145.51	21%	108.77	89.06	18%	60.05	58.23	-3%	48.1	13.6	-72%

蓝色光标	152.31	231.04	52%	170.02	196.88	16%	2.22	3.89	75%	4.13	6.28	52%
数知科技	27.51	54.54	98%	32.26	31.94	-1%	4.87	6.34	30%	5.55	5.02	-10%
智度股份	63.75	76.74	20%	56.58	79.86	41%	5.27	7.13	35%	5.81	4.27	-26%
浙江富润	19.27	27.67	44%	17.19	20.82	21%	1.66	2.17	30%	1.42	3.59	153%
利欧股份	105.73	122.5	16%	98.63	107.06	9%	4.21	-18.6	-541%	2.51	3.09	23%
思美传媒	41.87	52.83	26%	41.95	20.56	-51%	2.31	0.32	-86%	2	1.91	-4%
万润科技	30.42	45.77	50%	34.18	29.98	-12%	1.36	-11.34	-933%	1.4	1.48	5%
麦达数字	9.36	10.36	11%	8.02	5.46	-32%	0.75	-3.7	-591%	0.77	1.36	76%
科达股份	94.7	142.09	50%	105.56	141.8	34%	4.63	2.63	-43%	4.48	1.25	-72%
省广集团	112.95	121.15	7%	82.53	83.45	1%	-1.84	1.86	-201%	1.48	1.1	-26%
华扬联众	82.16	107.48	31%	74.98	76.89	3%	1.27	1.28	1%	0.71	0.85	20%
天龙集团	68.76	79.68	16%	58.59	59.63	2%	-3.1	-9.06	192%	1.07	0.84	-22%
引力传媒	25.82	31.47	22%	25.16	20.34	-19%	0.67	0.57	-15%	0.51	0.61	20%
佳云科技	27.06	56.1	107%	38.77	37.3	-4%	1.93	-12.51	-748%	0.33	0.23	-30%
联建光电	39.52	40.53	3%	29.18	24.47	-16%	1.04	-28.88	-2869%	1.92	0.18	-91%
腾信股份	16.24	13.32	-18%	11.01	10.05	-9%	-1.37	0.2	-115%	-0.66	0.08	-113%
宣亚国际	5.05	3.69	-27%	2.7	1.96	-28%	0.75	0.21	-72%	0.08	-0.06	-179%
华谊嘉信	35.03	34.16	-3%	23.1	17.63	-24%	-2.77	-7.69	178%	0.43	-0.48	-211%
合计	1,077.67	1,396.63	30%	1,019.17	1,055.13	4%	83.92	-6.95	-108%	82.03	45.2	-45%
平均	56.72	73.51	28%	53.64	55.53	-5%	4.42	-0.37	-299%	4.32	2.38	-27%
中位数	39.52	54.54	21%	38.77	31.94	-4%	1.36	0.32	-43%	1.42	1.25	-22%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

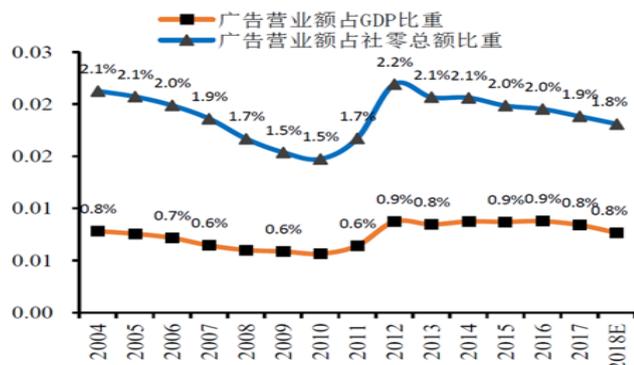
图 72：19 年 Q1-Q3 营销板块利润增速统计



资料来源：公司公告，民生证券研究院

广告行业具备周期性，与 GDP 相关度较高，是经济的晴雨表。宏观经济环境决定了需求端的消费，进而决定了广告主的投放需求。中国广告经营额约占中国 GDP 的 0.8% 左右，而美国这一比例为 1.07%，占社零总额比值近几年逐年下滑，2017 年约为 1.9%，中国广告市场的规模较美国仍有较大空间。近期由于经济环境影响，广告行业持续承压。

图 73: 广告经营额占 GDP 及社零总额的比值 (%)



资料来源: WIND, 民生证券研究院

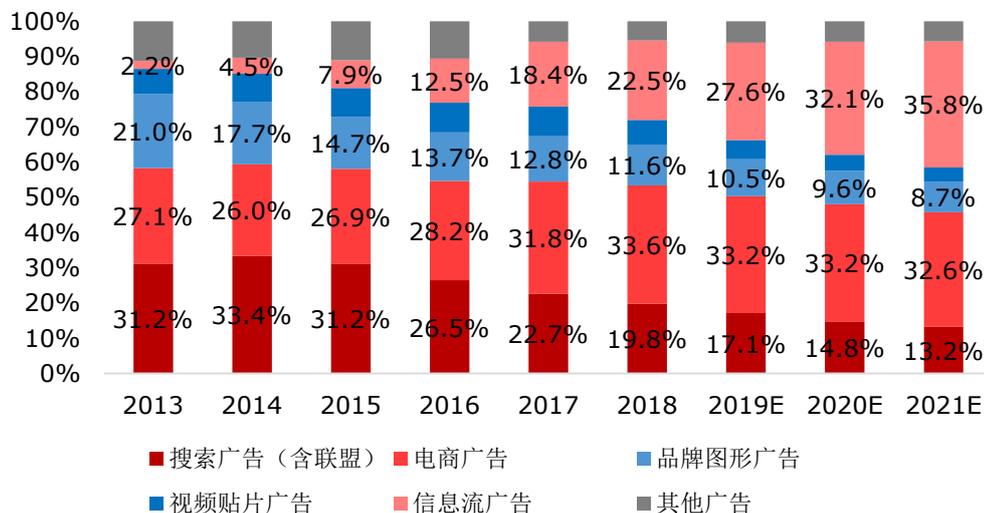
图 74: 广告业经营额与 GDP/社零增速对比变化情况 (%)



资料来源: WIND, 民生证券研究院

宏观经济下行的背景下, 广告行业受到显著影响, 其中品牌广告受到的影响更大。从行业趋势上来看, 广告主投放需求由品牌广告向效果广告转移的趋势较为明显。以品牌图形广告和视频贴片广告为代表的展示类广告, 市场份额从 2012 年的 30% 逐步下滑至 2018 年的 19%。而搜索、电商、社交、信息流广告合计占比从 2013 年的 60% 提升至 2018 年的约 75%。短视频行业兴起, 信息流广告快速发展, 其中字节跳动系的流量大增。

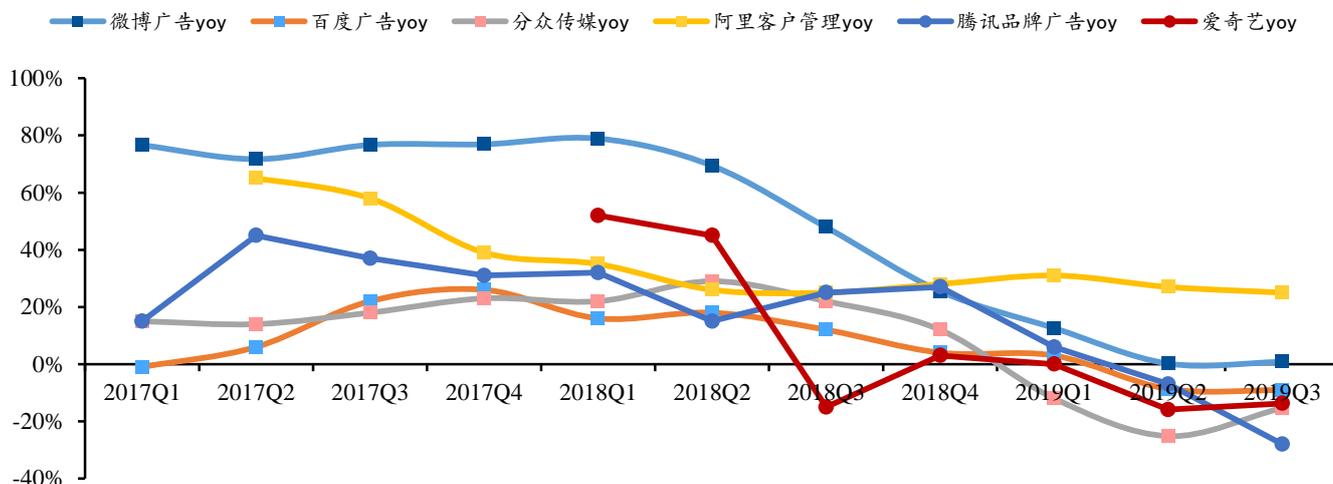
图 75: 中国不同网络广告形式占比变化情况



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

广告主在宏观经济下滑、消费需求恶化的情况下, 对于广告投放 ROI 要求更高, 对于广告投放的价格敏感性更高, 因此效果广告表现好于品牌广告 (受影响更大), 电商/O2O 平台 (如阿里、京东、美团等)、流量聚集型社交类平台 (如微信、微博等) 的广告业务增速更具韧性, 整体抗周期性较强; 而视频平台 (爱奇艺、腾讯视频等) 广告业务增速下滑较快。截止到 2019 年 Q3 营销板块依旧承压, 但下滑幅度缩窄, 预计明年有望企稳, 但具体时点仍待观望。

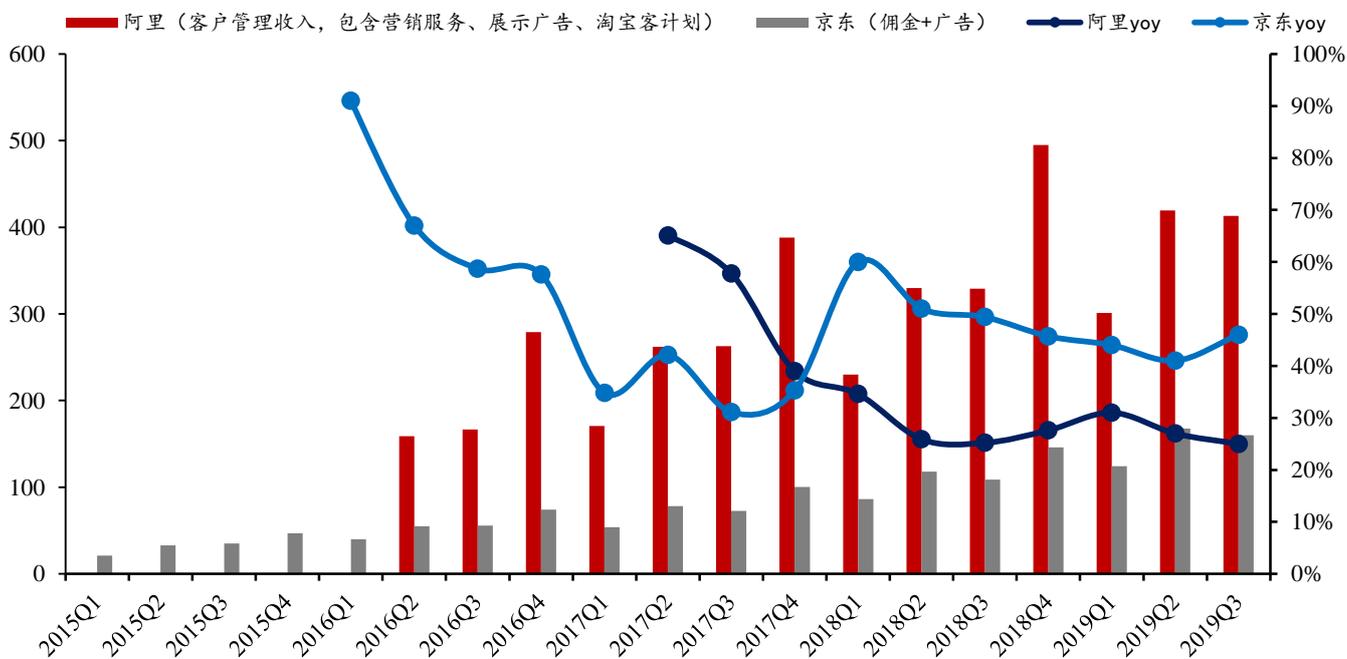
图 76: 中国主要广告公司广告业务同比增速情况 (%)



资料来源: Questmobile、艾瑞咨询、民生证券研究院

与消费交易场景更近的平台, 如电商/O2O, 由于广告效果与交易或点击行为直接挂钩, 该平台的广告主投放的粘性更强, 电商/O2O 记录了用户的搜索/消费倾向, 精准营销以促成消费的效果更好, 因此更受广告主青睐。在经济下滑的情况下, 电商类广告影响有限。

图 77: 阿里与京东 (广告业务) 营收 (亿) 及同比增速 (%)

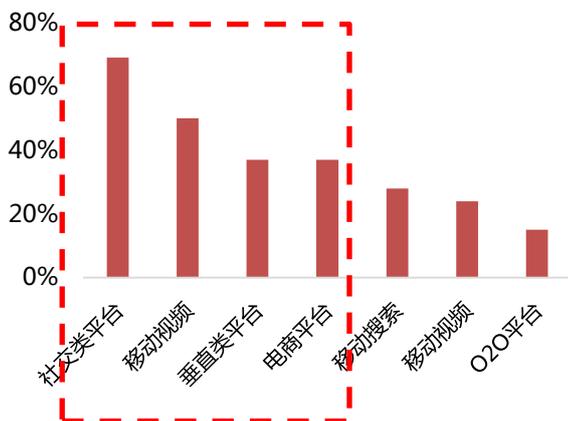


资料来源: Questmobile、艾瑞咨询、民生证券研究院

移动短视频/直播等广告平台已经成为社会化媒体营销中最受认可的方式之一。社交类平台、移动视频、垂直类平台和电商平台成为广告主投放主要意向阵地, 这些平台的内容传播和

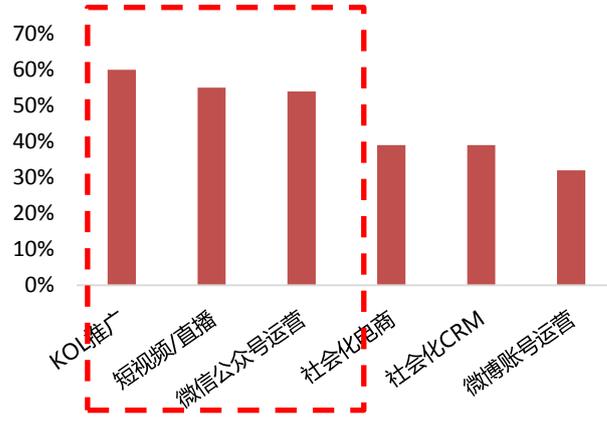
生产能力更强，结合 ADMaster 的调研数据，KOL 入驻的推广平台更受广告主青睐。一方面，该平台 UGC 的原创能力较强，眼球份额及用户流量较为聚集；另一方面，例如抖音等平台 PUGC 的内容生产能力较强，话题制造能力较强，对于广告主和 KOL 营销的吸引力更强。

图 78：2019 中国广告主移动端广告媒体投放意向



资料来源：ADMaster（其对数字营销从业者的线上调研，ADMaster（其对数字营销从业者的线上调研，样本 N=240）、艾瑞咨询、民生证券研究院

图 79：2019 中国广告主社会化营销方式选择意向



资料来源：ADMaster（其对数字营销从业者的线上调研，ADMaster（其对数字营销从业者的线上调研，样本 N=240）、艾瑞咨询、民生证券研究院

5、投资建议：自下而上选择拐点型个股

建议自下而上优选个股，关注三类个股的投资机会：1.业绩出现拐点（营收、利润、现金流状况明显改善）；2.股价充分调整（多数传媒公司估值已大幅调整）；3.风险充分释放（商誉，大股东质押，管理层等）。**建议关注：**欢瑞世纪，华策影视，奥飞娱乐，掌趣科技，分众传媒等。

图 80: 游戏板块公司估值表

股票代码	公司名称	股价	总市值 (亿元)	PE			EPS			纵向比较: 一致预期PE所处位置
		2019-11-15		2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
游戏										
002602.SZ	世纪华通	8.74	520.6	20.3	18.13	14.5	0.43	0.48	0.60	
002624.SZ	完美世界	30.35	392.3	23.3	18.51	16.0	1.30	1.64	1.90	当前估值位于16年以来18.2%分位数
002555.SZ	三七互娱	18.98	400.9	40.4	19.47	16.4	0.47	0.97	1.16	当前估值位于17年以来15.9%分位数
002558.SZ	巨人网络	17.63	356.9	33.3	31.67	28.9	0.53	0.56	0.61	当前估值位于上市以来28.2%分位数
603444.SH	吉比特	277.35	199.4	27.4	22.29	19.2	10.12	12.44	14.46	
300418.SZ	昆仑万维	14.11	162.5	16.0	12.89	11.2	0.88	1.09	1.26	
600373.SH	中文传媒	11.59	159.7	9.8	8.64	7.7	1.18	1.34	1.51	
300113.SZ	顺网科技	20.91	145.2	45.5	32.02	27.5	0.46	0.65	0.76	当前估值位于16年以来49.2%分位数
300315.SZ	掌趣科技	4.74	130.7	-4.2	21.61	13.6	-1.14	0.22	0.35	
002174.SZ	游族网络	15.21	135.1	13.2	11.89	10.0	1.15	1.28	1.52	
600633.SH	浙数文化	8.37	109.0	22.6	18.38	15.8	0.37	0.46	0.53	
300459.SZ	金科文化	2.72	96.4	6.3	8.94	7.3	0.43	0.30	0.37	
002605.SZ	姚记科技	15.95	63.7	48.8	14.91	11.6	0.33	1.07	1.37	
002261.SZ	拓维信息	5.39	59.3	-4.3	39.31	28.1	-1.24	0.14	0.19	
300043.SZ	星辉娱乐	4.65	57.9	24.5	15.05	13.0	0.19	0.31	0.36	
002699.SZ	美盛文化	5.96	54.2	-23.8	59.60	46.0	-0.25	0.10	0.13	
002517.SZ	恺英网络	2.54	54.7	31.8	37.46	14.8	0.08	0.07	0.17	
中位数				22.6	18.5	14.8				
广告										
002027.SZ	分众传媒	5.84	857.2	14.6	43.10	27.0	0.40	0.14	0.22	
300058.SZ	蓝色光标	5.2	129.5	28.9	15.82	16.6	0.18	0.33	0.31	
002131.SZ	利欧股份	2.13	141.7	-6.5	--	--	-0.33	0.00	0.00	
000676.SZ	智度股份	9.13	121.1	12.4	--	--	0.74	0.00	0.00	
600986.SH	科达股份	4.45	59.0	22.3	--	--	0.20	0.00	0.00	
002400.SZ	省广集团	2.73	47.6	24.8	--	--	0.11	0.00	0.00	
中位数				18.4	29.5	21.8				

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图 81: 影视板块公司估值表

股票代码	公司名称	股价	总市值 (亿元)	PE			EPS			纵向比较: 一致预期 PE 所处位置
		2019/11/15		2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
院线公司										
002739.SZ	万达电影	13.9	288.9	18.9	20.97	16.58	0.74	0.66	0.84	当前估值位于上市以来 4.72%分位数
600977.SH	中国电影	12.99	242.5	16.2	18.91	17.14	0.80	0.69	0.76	当前估值位于上市以来 5.33%分位数
603103.SH	横店影视	14.83	94.1	20.9	30.35	25.42	0.71	0.49	0.58	当前估值位于上市以来 31.14%分位数
601595.SH	上海电影	13.36	49.9	21.2	19.73	17.56	0.63	0.68	0.76	
002905.SZ	金逸影视	13.61	36.6	23.1	--	--	0.59	--	--	
300528.SZ	幸福蓝海	6.08	22.7	-4.3	--	--	-1.43	--	--	
中位数				19.9	20.4	17.3				
影视动漫										
300251.SZ	光线传媒	9.58	281.0	20.4	25.42	27.10	0.47	0.38	0.35	当前估值位于上市以来 19.44%分位数
300027.SZ	华谊兄弟	4.4	123.0	-11.3	21.35	14.05	-0.39	0.21	0.31	
300182.SZ	捷成股份	3.58	92.2	97.5	13.09	11.80	0.04	0.27	0.30	
000802.SZ	北京文化	8.07	57.8	17.8	13.75	12.29	0.45	0.59	0.66	
300133.SZ	华策影视	6.7	117.6	55.8	42.57	23.43	0.12	0.16	0.29	当前估值位于上市以来 45.36%分位数

000892.SZ	欢瑞世纪	5.02	49.2	15.2	--	--	0.33	--	--	由于欢瑞无wind一致预期估值,用PE-TTM代替,当前估值位于上市以来53.86%分位数
002343.SZ	慈文传媒	7.87	37.4	-3.4	19.07	13.84	-2.30	0.41	0.57	
300426.SZ	唐德影视	5.31	22.0	-2.3	--	--	-2.32	--	--	
002292.SZ	奥飞娱乐	8.29	112.5	-6.9	79.25	41.20	-1.20	0.10	0.20	
300413.SZ	芒果超媒	31.39	558.9	34.1	47.67	37.03	0.92	0.66	0.85	当前估值位于2018年10月以来(重组后)最高水平
300770.SZ	新媒股份	111	142.5	52.1	41.08	30.16	2.13	2.70	3.68	当前估值位于上市以来89.99%分位数
中位数				15.2	21.3	14.1				
电商公司										
300792.SZ	壹网壹创	156.71	125.4	57.8	58.83	44.4	2.71	2.66	3.53	当前估值位于上市以来62.13%分位数
300785.SZ	值得买	124.5	66.4	52.1	55.43	44.2	2.39	2.25	2.82	当前估值位于上市以来75.119%分位数
002127.SZ	南极电商	10.27	252.1	28.5	20.80	16.0	0.36	0.49	0.64	当前估值位于2017年来9.33%分位数

资料来源:公司公告,民生证券研究院

(四) 关注主题投资:档期投资,广电融媒体等

1、提早布局春节档相关标的

2020年元旦档(1.1)和春节档(1.25)临近,建议提早布局档期优质影片相关标的。建议关注**万达电影**(主控主投的电影《误杀》和《唐人街探案3》分别于12月20日和2020年农历春节上映)/**光线传媒**(“封神系列”动画《姜子牙》<2020年农历春节上映>)/**横店影视**(24亿元保底发行《囃妈》<2020年农历春节上映>)/**华谊兄弟**(冯小刚执导电影《只有芸知道》<12月20日上映>)。

图82: 2020年元旦档&春节档相关影片及相应投资标的

影片名称	上映日期	导演/演员	出品/发行方
被光抓走的人	2019/12/13	黄渤/王珞丹等	北京文化等
误杀	2019/12/20	肖央/谭卓	万达影视 /中国电影/恒业影业
只有芸知道	2019/12/20	冯小刚/黄轩	华谊兄弟 等
宠爱	2019/12/31	于和伟/吴磊	北京真乐道文化/海润影业等
贝肯熊2:金牌特工	2020/1/1	张杨	奥飞影业/星龙传媒等
唐人街探案3	2020/1/25	陈思诚	万达影视 /合一影视/ 骋亚影视
紧急救援	2020/1/25	林超贤	人民交通出版社/英皇影视/腾讯影视等
囃妈	2020/1/25	徐峥	横店影业 等
姜子牙	2020/1/25	程腾	光线影业 /彩条屋影业/ 中传合道
中国女排	2020/1/25	陈可辛/巩俐	薯片文化/东阳伯乐
急先锋	2020/1/25	成龙/杨洋/艾伦	中国电影 /腾讯影业
源·彩虹	2020/1/25	诺曼·斯通	北京时代畅毅/星美影业等
大红包	2020/1/25	李克龙/包贝尔	北京嘉恒时代等

资料来源:猫眼专业版,民生证券研究院

2、关注广电板块主题性行情

全国一网整合大势所趋，关注广电板块主题性行情。2016年11月25日，中宣部、财政部、广电总局发布的《关于加快推进全国有线电视网络整合发展的意见》，提出到2020年，“十三五”规划末期，全国有线电视网络整合要基本完成。2019年3月21日，中国广播电视网络有限公司与中国中信集团、阿里巴巴集团分别签署了战略合作框架协议，标志“全国一网”融合发展再进一步。2020年将成为广电行业关键一年，全国一网整合大势所趋，5G商用牌照落地后，对广电行业带来较大边际变化，看好广电板块主题性行情。

表 2：2018 年广电行业 5G 进程

时间	事件	内容
2018/4/20	无线交互广播电视工作组成立会议	广电总局科技司成立了无线交互广播电视工作组，工作组将制定与 5G 融合的新一代无线广播标准，并确定 2022 年北京冬奥会将提供基于 5G 的超高清电视广播服务
2018/5/22	总局广科院成功加入 3GPP	广电总局科广播科学研究院成功加入国际移动通信标准化组织
2018/11/22	全国“智慧广电”建设现场会	中宣部副部长、国家广电总局党组书记、局长聂辰席宣布工信部已经同意广电网参与 5G 建设，国网公司正在申请移动通讯资质和 5G 牌照
2019/1/8	国网公司和中信集团进行 5G 合作	广电总局副局长张宏森与中信集团董事长常振明就中信集团与国网公司合作有关事宜进行会谈，共同探索广电 5G 网络顶层设计、共建共享和运营模式
2019/1/9	北方广电网络公司加入 5G 建设	北方广电宣布,将以省级运营商的身份加入到全国的广电 5G 建设和运营中
2019/2/15	网络整合发展领导小组	审议了《全国有线电视网络整合实施方案》
2019/3/4	中国全面深化改革委员会	正式将整合和升级改造列入到 2019 年工作要点
2019/3/20	CCBN2019 主题报告会	广电总局党组成员、副局长张宏森表示：将前面推动全国有线电视网络的整合和升级改造，未来 5G+4K 是重点
2019/3/21	CCBN2019 主题报告会	中国广电和中信集团、阿里巴巴签署全国有线电视网络融合发展战略合作协议
2019/6/6	工信部发放 5G 商用牌照	工信部今日向中国电信、中国移动、中国联通、中国广电发放 5G 商用牌照

资料来源：广电总局，CCBN，工信部，民生证券研究院

三、互联网电商：从“人找货”到“货找人”，电商 2.0 时代开启

2019 年是电商行业风起云涌的一年。一方面，在整体社零低增速背景下，占 GDP 总额 10% 的电商巨擘仍维持 20% 以上高增长，19 年双十一全网成交 4101 亿同比增长 30.5%，电商在整体消费市场的地位举足轻重；另一方面，走过数十载岁月的电商巨擘搭乘大数据与科技的快车，不断焕发着新的活力。从竞争格局看：“异军突起”的拼多多继续维持强劲增速，搅乱原有电商两极格局，市值已超京东达 3484 亿 RMB；从用户规模看：下沉市场用户成为电商巨头发力重点，通过“拼购”“聚划算”“京喜”等多维战略抢占下沉市场广阔的用户群体；从购物形态看：线上购物方式逐步由传统“人找货”的“商品货架”时代转变为“货找人”的“内容电商”时代，“人”这一要素在购物体验中变得愈来愈重要；从运营层面看：电商行业从“唯流量论”、粗放运营的 1.0 时代迈向深耕用户、数字化精细化运营的 2.0 时代。

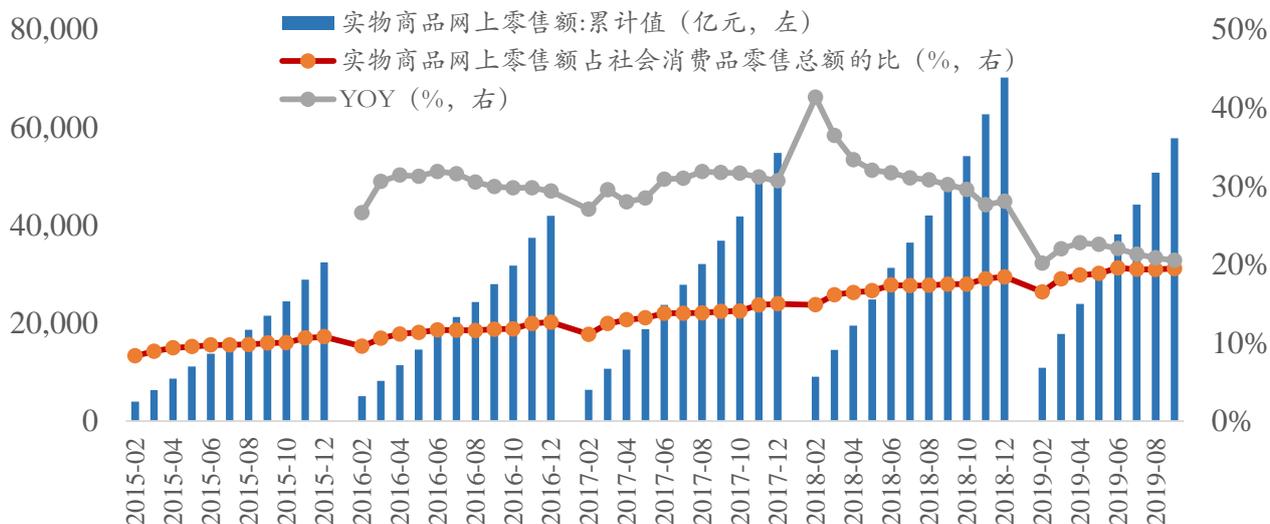
变革孕育机会，展望 2020 年，我们建议遵循以下三条主线选择标的：1. 关注 5G 时代 VR/AR 等技术对电商购物体验带来的创造性改变：从传统的搜索式电商到目前 KOL、直播带货再到 5G 时代更加极致的购物体验，我们认为新技术将为电商行业带来巨大增量，建议关注电商行业相关标的如阿里巴巴（港股）、拼多多（美股）、京东（美股）；2. 关注内容类电商投资机会，建议关注 A 股稀缺的内容导购平台值得买；3. 关注电商 2.0 时代精细化运营所催生的代运营市场的广阔需求，推荐化妆品电商代运营平台壹网壹创，建议关注电商代运营龙头宝尊电商（美股），同时建议关注 A 股排队待上市的代运营公司如丽人丽妆、若羽臣。

（一）线上零售额占 GDP10%，电商渠道增速仍远超社零整体

1、电商渠道增速仍远超社零整体

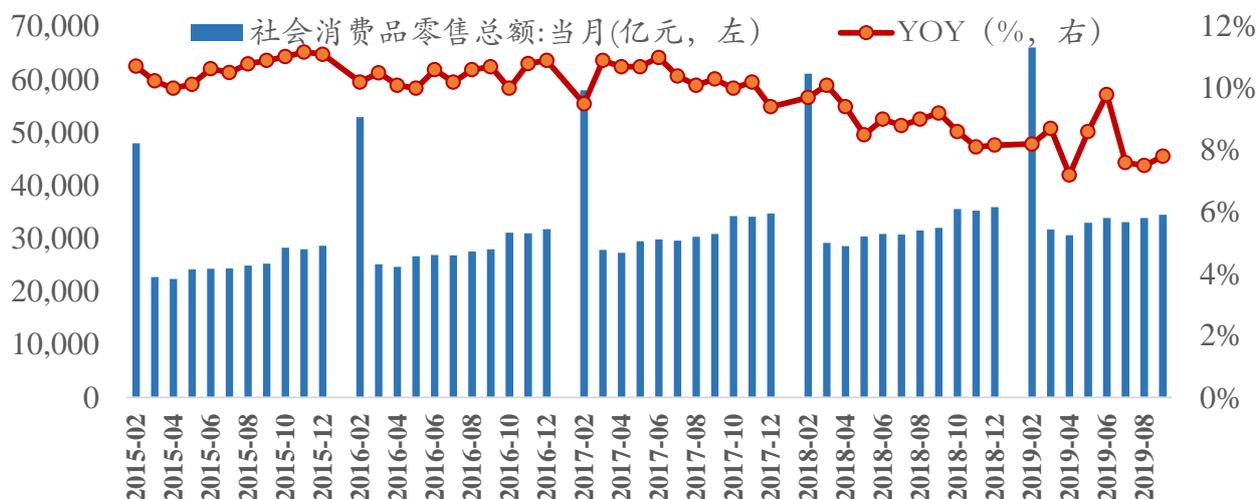
消费对 GDP 增速的贡献率在 60% 以上，电商渠道仍为社零增长的重要驱动力。根据国家统计局数据，2019 年三季度消费支出对 GDP 增长的贡献率达到 60.5%，预计未来仍为拉动 GDP 增长的核心支柱。我们用社零总额近似代表消费（总消费除社零外还包含部分非实物商品）：截至 2019 年 9 月，社零总额累计达 29.7 亿，9 月同比增速 7.8%。进一步拆分线上线下：实物商品网上零售额 9 月同比增速达 20.5%。虽然近年来社零总额和网上零售同比增速均处下滑通道，但电商渠道增速仍大幅超出社零总额增速，成为社零增长的重要驱动。

图 83: 实物商品网上零售额累计值 (亿) 及占零售总额比重



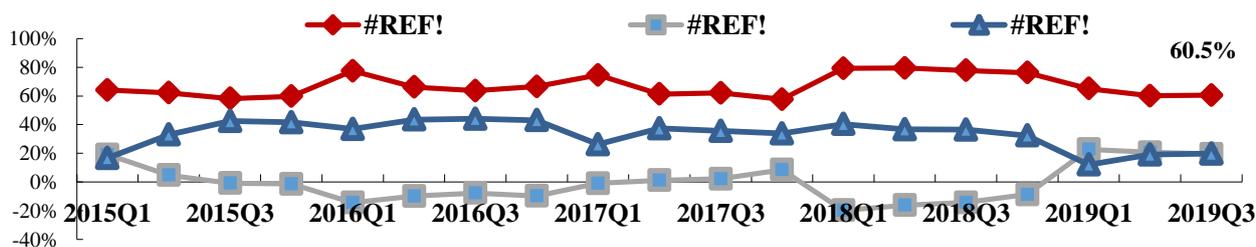
资料来源: 国家统计局, 民生证券研究院

图 84: 社会消费品当月销售额及同比变化



资料来源: 国家统计局, 民生证券研究院

图 85: 消费投资和出口对 GDP 的贡献变化图 (%)



资料来源: 国家统计局, 民生证券研究院

2、线上零售额占 GDP10%，中国电商渗透率排名世界第二

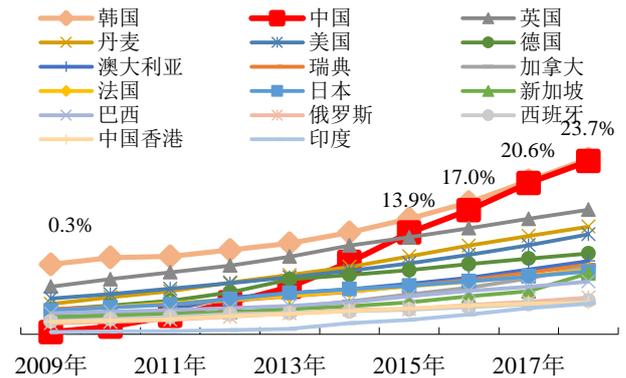
2018 年网上零售额超过 9 万亿占全年 GDP10%，中国线上电商渗透率达 23.7%仅次于韩国。中国网上零售额从 2009 年 2600 亿增长至 2018 年 90065 亿规模，十年 CAGR 达 42.5%，2018 年网上零售额占全年 GDP 的 10%；中国电商渠道渗透率也从 2009 年仅 0.3%增长至 2018 年 23.7%，渗透率仅次于韩国（24.0%），位列世界第二。

图 86：2011~2018 年网上零售额（亿）及同比变



资料来源：电子商务研究中心，Euromonitor，民生证券研究院

图 87：2009~2019 年不同国家电商渠道渗透率对比(%)



资料来源：电子商务研究中心，Euromonitor，民生证券研究院

(二) 人找货→货找人，内容电商时代来临

从“商品货架”时代到“内容电商”时代，寻找下一个流量价值洼地。电商 GMV=流量*转化率*客单价=活跃用户数*客单价。在中心化的商品货架时代，商家目的是争夺用户流量入口，因此通过传统的直通车、钻展等营销手段争夺流量分配权；在中心化电商的获客成本日益高增、各类娱乐手段（短视频、网红直播等）百花齐放的当下，消费者购物的形式也更多元和丰富——电商巨头通过与处在“流量中心”的各大 APP 合作（抖音快手小红书等），深耕用户运营，实现用户注意力与时间的货币化变现。

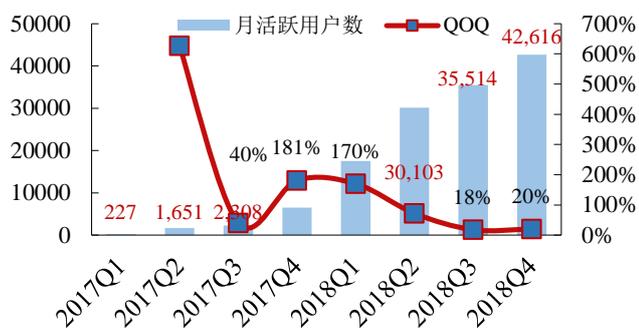
表 3：阿里巴巴 VS 京东 VS 唯品会获客成本：近年来成本高增

京东	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
活跃用户数量 (百万)	97	155	227	293	305
新增用户数量 (百万)	49	58	72	66	13
营销/广告费用 (亿元)	40	77	106	149	193
获客成本 (元/人)	82	132	148	226	1511
阿里	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
活跃用户数量 (百万)	350	423	454	552	654
新增用户数量 (百万)	95	73	31	98	102
营销/广告费用 (亿元)	85	113	163	273	398
获客成本 (元/人)	90	155	526	279	390
唯品会	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
活跃用户数量 (百万)	24	37	52	58	61
新增用户数量 (百万)	15	12	15	6	3

营销/广告费用 (亿元)	12	21	28	30	32
获客成本 (元/人)	78	170	185	516	1160

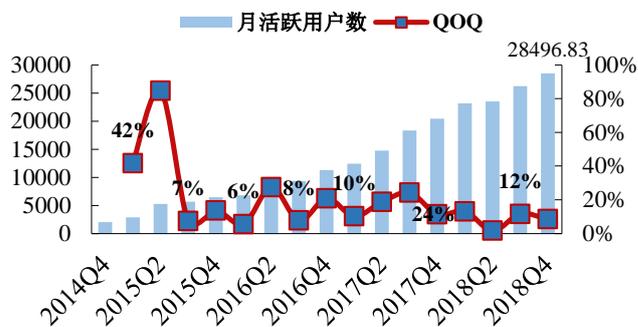
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 88：抖音 17Q1~18Q4 月活数据 (万) 及增速



资料来源：Questmobile，民生证券研究院

图 89：快手 2017Q1~2018Q4 月活数据 (万) 及增速

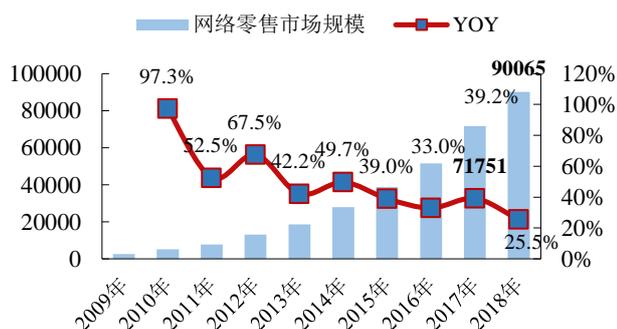


资料来源：Questmobile，民生证券研究院

1、社交电商市场规模超 6000 亿，同比增长超 200%

社交电商市场规模超 6000 亿，仍处高速增长阶段。根据艾瑞咨询数据及预测，2018 年中国电商行业总规模总计 9 万亿，同比增长 25.5%。其中社交电商规模总计 6269 亿，同比增长 256%，大幅高于电商行业整体增速，占比由 2015 年不足 1% 到目前近 8%。随着未来社交内容与电商形态的进一步融合，预计社交电商占整体电商市场规模仍将不断扩大。

图 90：电商行业规模 (亿) 及其同比增速



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 91：社交电商行业规模 (亿) 及其同比增速

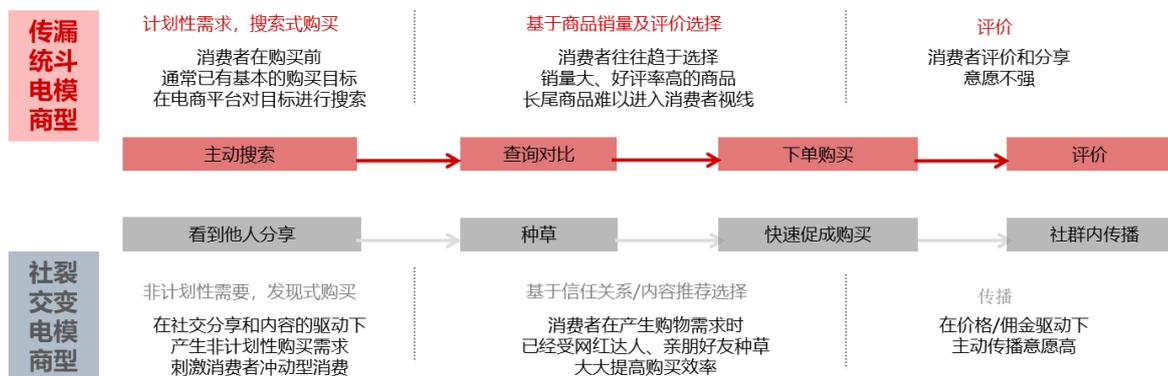


资料来源：艾瑞，民生证券研究院

2、搜索式购物→推荐式购物的转变

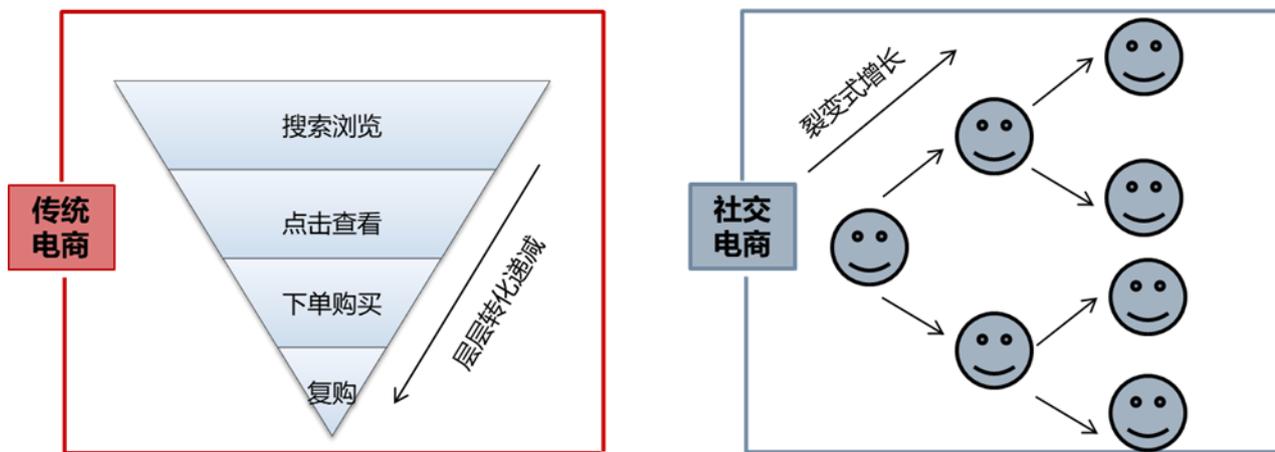
从中心化搜索式购物→推荐式购物转变。根据传统电商漏斗模型，在用户主动搜索→查看→下单购买→复购的整一过程中，流量层层递减，转化率较低；同时由于传统电商高度依赖搜索入口，易出现高销量商品“强者恒强”问题，新店铺和商品获得流量较为困难。与之相比，“货找人”型的社交电商弱化了搜索而着重分享，购物步骤更加简洁、在分享的同时完成“种草”和下单过程，转化率更高。

图 92：传统电商与社交电商用户购物路径对比



资料来源：艾瑞，民生证券研究院

图 93：传统电商与社交电商流量模型对比



资料来源：民生证券研究院绘制

3、头部电商平台加紧与头部流量 APP 的战略合作

头部电商平台加紧与头部流量 APP 的战略合作。随着内容电商的高速增长，2018 年来阿里、京东、拼多多等平台也不断加紧与抖音、快手、小红书为代表的头部社交 APP 的合作，强强联合开启电商变现之路：2018 年 3 月抖音与淘宝平台对接，次年与淘宝达成 70 亿战略合作；2018 年 6 月快手联合有赞推出“快手小店”，并于 10 月联合阿里京东拼多多成立“电商联盟”；2018 年 11 月小红书与淘宝平台对接，不断加快商业化变现进程。

表 4：各大电商与短视频社交 APP 加强合作

	时间	电商对接
抖音	2018 年 3 月	抖音开通电商功能，直通淘宝
	2019 年 1 月	小米与抖音战略合作

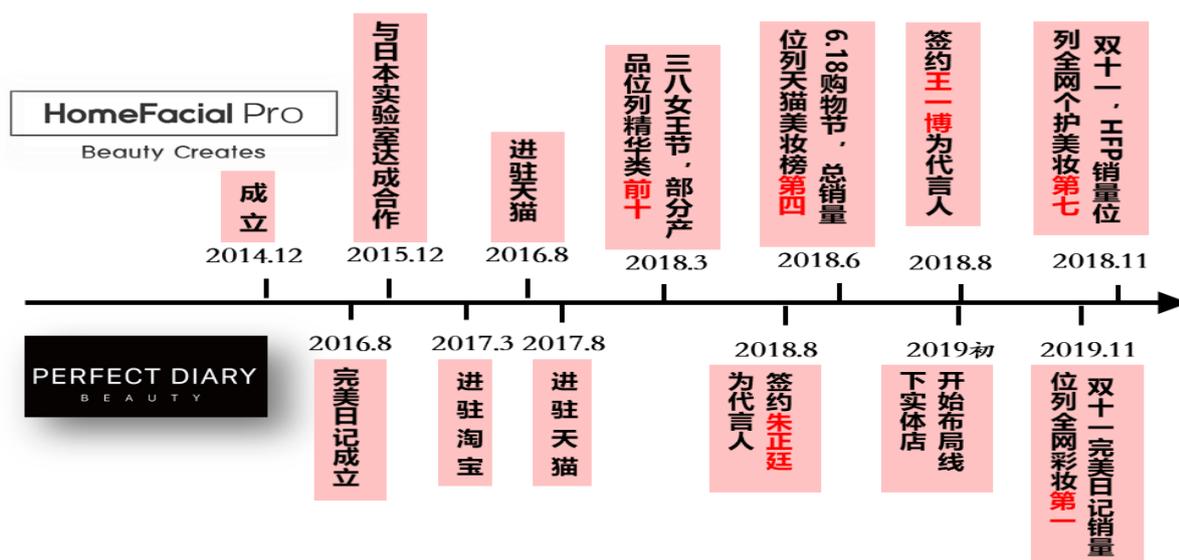
	2019年5月	京东与抖音达成合作
	2019年6月	抖音与淘宝签订70亿年度框架协议：60亿元广告，10亿元佣金
快手	2018年6月	快手联合有赞推出了快手小店，快手主播均可申请开店
	2018年10月	快手联合阿里妈妈、京东联盟、拼多多成立“电商价值联盟”
	2018年12月	快手发布麦田计划，推出升级改版后的“快手小店”和全新的“电商服务市场”
	2019年5月	京东与快手达成合作
小红书	2018年11月	淘宝接入小红书
	2019年2月	小红书升级电商业务，商城首次打通社区资源
	2019年3月	小红书推出社交电商小程序“小红店”

资料来源：公司公告，36Kr，京东，民生证券研究院

4、以化妆品为例管窥电商市场变迁

化妆品市场线上渗透率高速提升，竞争格局更迭背后反映了电商流量的变迁路径。化妆品市场的线上渗透率从2010年2.6%提升至2018年27.4%，在渗透率提高的同时，线上市场竞争格局也在发生显著变化：一方面，从2015年前淘品牌（如御泥坊、阿芙等）热销到国货品牌（百雀羚、自然堂等）再到目前国际大牌（雅诗兰黛、兰蔻）占主导，“淘品牌”衰落的背后是电商流量红利的逐渐消失；另一方面，在目前强品牌力和产品力的国际大牌夹击背景下，一些年轻品牌如完美日记、HFP、花西子仍可以突出重围成为畅销，这与品牌有效利用内容电商营销方式密不可分。

图94：完美日记和HFP的品牌成长之路



资料来源：完美日记官网，民生证券研究院

表5：2015-2019年天猫美妆品类TOP10品牌排行

2015年	2016年-美妆	2017年-美妆
百雀羚	百雀羚	百雀羚
韩束	SKII	雅诗兰黛
欧莱雅	一叶子	OLAY
OLAY	佰草集	SK-II
御泥坊	雅诗兰黛	自然堂

膜法世家	自然堂	欧莱雅
珀莱雅	韩束	一叶子
韩后	欧莱雅	膜法世家
佰草集	OLAY	兰蔻
卡姿兰	兰蔻	资生堂
2018年-美妆	2019年-护肤	2019年-彩妆
兰蔻	欧莱雅	完美日记
OLAY	兰蔻	MAC
欧莱雅	雅诗兰黛	雅诗兰黛
雅诗兰黛	OLAY	兰蔻
SK-II	SKII	阿玛尼
百雀羚	百雀羚	纪梵希
自然堂	自然堂	美宝莲
HomeFacialPro	后	花西子
薇诺娜	薇诺娜	YSL
悦诗风吟	修丽可	三燕玉

资料来源：星图数据，民生证券研究院

完美日记和 HFP 两品牌分别主打彩妆和护肤品类，完美日记强调高性价比，HFP 强调成分与功效。两品牌分别于 2016 年和 2014 年成立，完美日记 19 年双十一获得彩妆品类 NO.1，HFP18 年双十一获护肤品类 NO.8。从运营策略上来看：HFP 密集投放于微信公众号，完美日记高度绑定小红书，两者均通过大量文案宣传实现消费者“种草”，迅速打开品牌影响力。

图 95：完美日记&HFP 产品矩阵

HomeFacial Pro
Beauty Creates

淘宝粉丝数达698万；寡肽原液月销15w+

PERFECT DIARY
BEAUTY

淘宝粉丝数达1089万；哑光唇釉月销250w+

明星产品								
	玻尿酸原液	寡肽/烟酰胺/神经酰胺原液	虾青素原液	12色动物眼影 x Discovery	小酒馆水光唇釉	小金钻口红 x 大都会博物馆	小粉钻口红 x 李佳琦	16色眼影 x 中国国家地理
	¥179/15ml	¥229/15ml	¥229/15ml	¥199	¥119	¥169	¥169	¥249
口碑产品								
	金盏花舒缓爽肤水	氨基酸净润洗面奶	低聚糖保湿乳液	滴管粉底液	塑型眉笔	腮红	水漾/哑光唇釉*	眼线液笔
	¥179/180ml	¥179/120g	¥219/118g	¥239	¥89	¥99	¥89	¥79
明星产品								
	补水保湿面膜	牛油果倍润特护霜 冬日限定	玻尿酸保湿紧致眼霜	定妆喷雾	幻彩柔雾唇线笔	纤翘睫毛膏	妆前乳	卸妆水
	¥128-148/5片	¥179/45g	¥298/18g	¥119	¥49	¥89	¥119	¥119

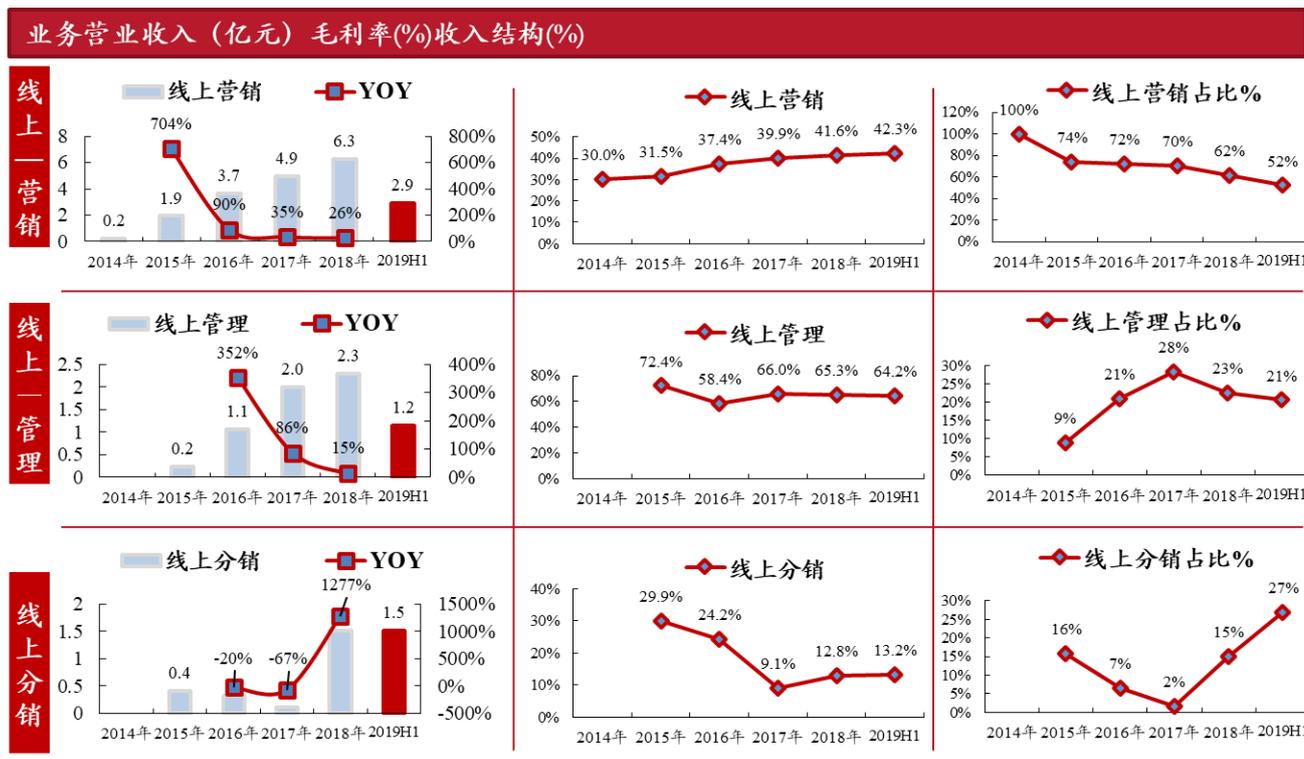
资料来源：品牌官网&淘宝店铺，民生证券研究院

5、投资建议：值得买——稀缺的电商内容导购平台

值得买的主营业务是运营内容类导购平台什么值得买及 APP，为电商、品牌商等提供信

息推广服务，从而获取销售佣金与广告展示收入，并以此为延伸提供海淘代购平台服务和互联网效果营销平台服务。什么值得买集导购、媒体、工具、社区属性于一体，以高质量的消费类内容向用户介绍高性价比、好口碑的商品及服务，为用户提供高效、精准、中立、专业的消费决策支持。同时，什么值得买也是电商、品牌商等获取用户、扩大品牌影响力的重要渠道。

图 96：2014~2019H1 公司各业务营收（亿）、占比毛利率（%）变化趋势示意图



资料来源：WIND，民生证券研究院

（三）下沉市场仍有广阔渗透空间

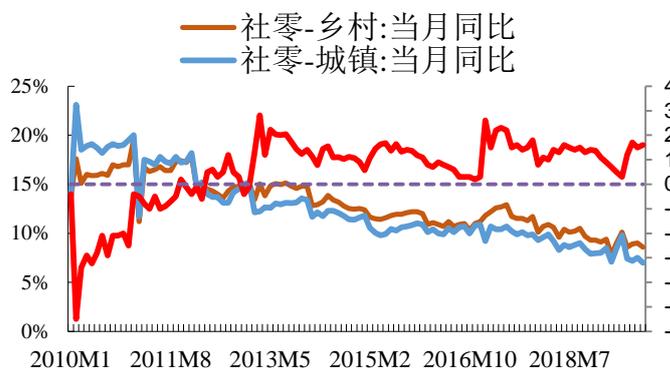
下沉市场消费需求高增，人口规模巨大。根据国家统计局数据，自 2013 年起农村社零同比增速开始反超城镇，19 年 10 月农村社零同比增长 8.6%，高于城镇增速 1.6pct；对于线上渠道：2018 年农村网络零售额规模达 1.6 万亿，占整体网络零售市场比重从 2014 年 6.5% 提升至 18.0%，下沉市场消费需求增长旺盛。

图 97: 2014~2018 年农村网络零售额 (亿) 及占比变化



资料来源: 国际统计局, 尼尔森, 商务部, 民生证券研究院

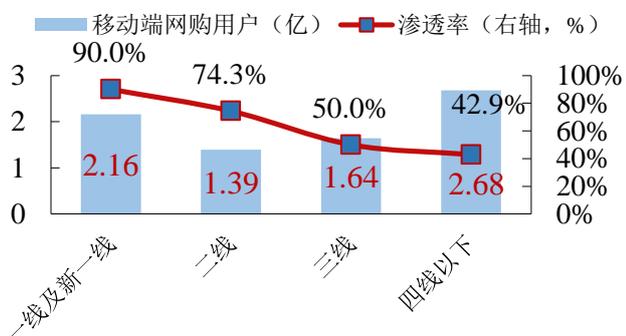
图 98: 乡村和城镇社零同比增速对比 (%)



资料来源: 国际统计局, 尼尔森, 商务部, 民生证券研究院

低线城市网购渗透率相比一二线仍有广阔提升空间。中国三线以下城市人口占全国总人口的 70%，人口规模巨大；但低线城市移动购物的渗透率仍维持较低水平：根据尼尔森数据，2018 年一/二/三/四线城市移动端网购渗透率分别为 90%/74%/50%/43%。未来随着一二线用户渗透率达到天花板以及低线市场基础设施建设逐渐完备，下沉市场将为电商下半场带来巨大增量。

图 99: 2018 年移动端网购分线用户数 (亿) 及渗透率



资料来源: 国际统计局, 尼尔森, 商务部, 民生证券研究院

图 100: 2018 年一线—四线人口规模占比

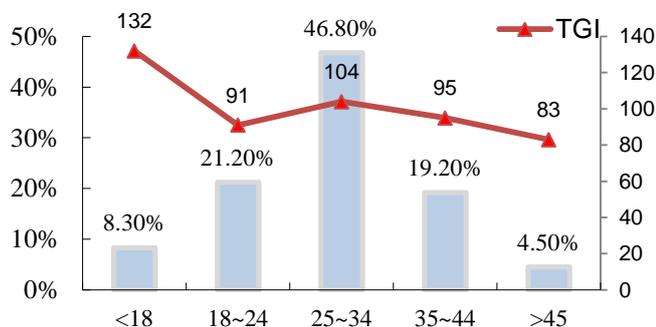


资料来源: 国际统计局, 尼尔森, 商务部, 民生证券研究院

2、下沉市场用户:价格敏感度高、时间成本低、倚重熟人社交

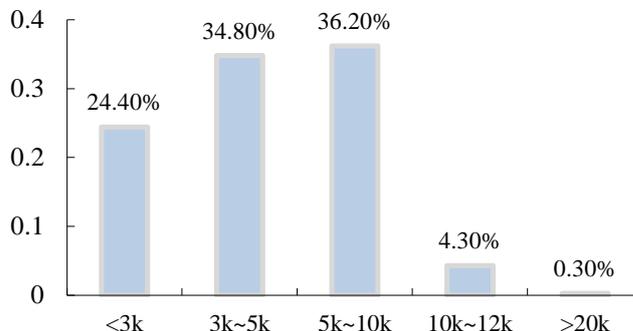
从用户画像来看，下沉市场特色鲜明：价格敏感度高、时间成本较低、倚重熟人社交。从收入分布看，5k 以下占 50% 以上，其中收入小于 3k 的人群 TGI 最高；从学历分布看，高中及以下占到了近 40%；从需求特征看，下沉市场用户生活压力小、空余时间充裕、短视频等娱乐方式渗透率高。

图 101: 下沉市场用户年龄分



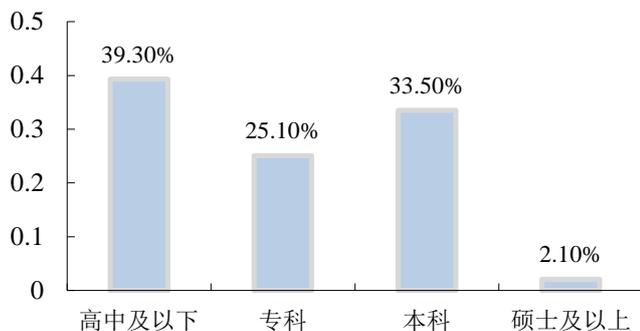
资料来源: MobTech, 民生证券研究院

图 102: 下沉市场用户收入分布



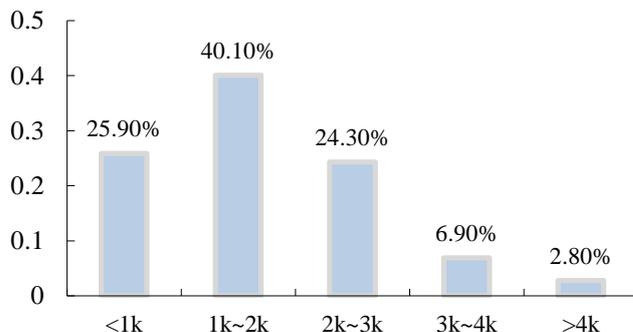
资料来源: MobTech, 民生证券研究院

图 103: 下沉市场用户学历分



资料来源: MobTech, 民生证券研究院

图 104: 下沉市场用户手机价格分



资料来源: MobTech, 民生证券研究院

(四) 电商 1.0→电商 2.0, 精细化运营提上日程

流量红利渐进尾声, 电商平台通过深耕用户提高 ARPU 值。2018 年 Q3 起天猫重新强调 GMV 规模增长, 同时暂时放缓 feed 流量的货币化进程, 改进原有推送规则和页面布局: 强化精准推送提高用户购买转化率, 推出“天猫会员店”强化会员体系建设和粉丝运营以提高单店复购率。

天猫平台主动规范代运营生态建设, 通过代运营公司赋能品牌商。天猫平台主动规范代运营体系建设, 通过加强对代运营商的管理、评级和培训赋能品牌商: 根据天猫数据, 2017 年双 11 代运营商运营店铺店均产值是品牌商自营店铺的 10 倍, 2018 年天猫代运营商引入新店平均成交量是大盘新商家近 3 倍; 服务商总成交额同比增长高于大盘近 20%。

图 105：2019 年天猫“六星”服务商



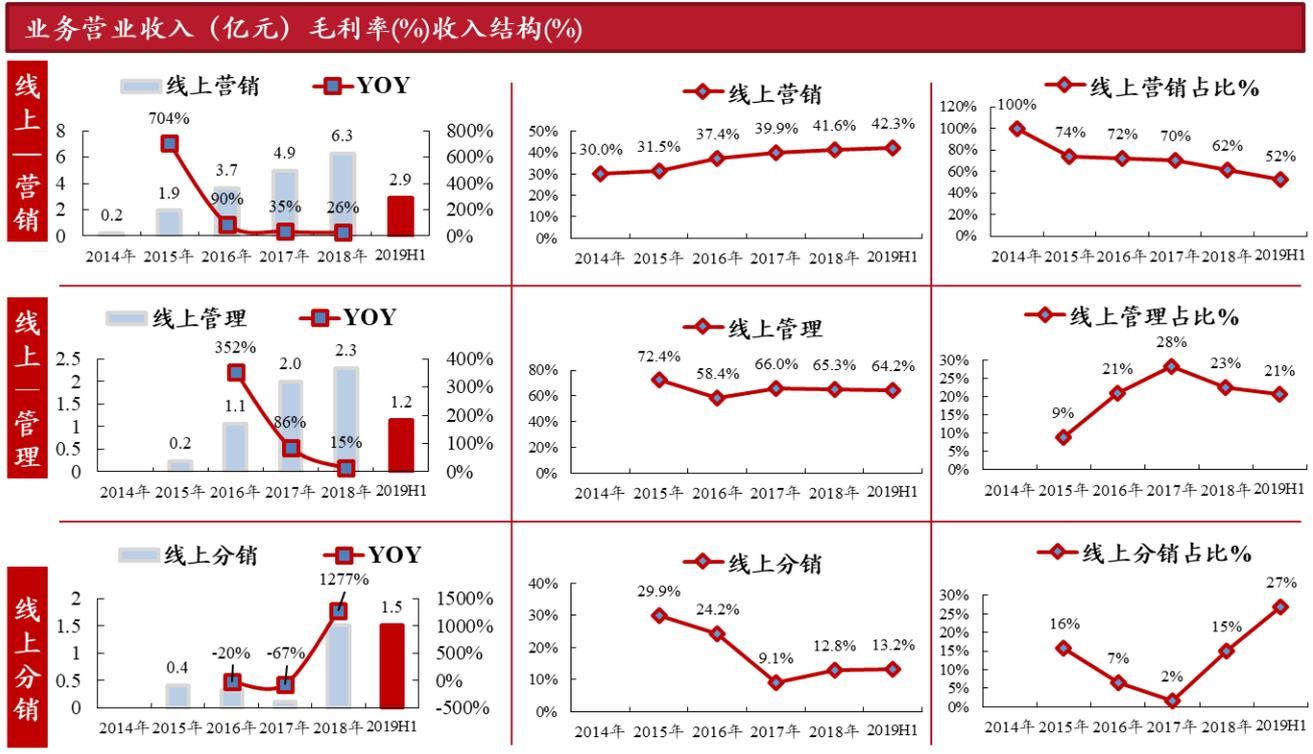
资料来源：天猫生态服务商官网，民生证券研究院

1、投资建议：壹网壹创——高速增长的品牌电商服务公司

2018 年营收 10.2 亿，5 年复合增速达 155%。公司营收从 2014 年 0.2 亿高增至 2018 年 10.1 亿，五年间营收高增的主要驱动有三点：线上营销——深耕重点客户百雀羚。百雀羚旗舰店 15~17 年 GMV 爆发式增长；线上管理——客户拓展与单店运营两手抓。15 年开始 16 年发力，依托客户数量拓展和单店 GMV 提升实现高增；线上分销——拿下爱茉莉唯品会分销。公司 2018 年新增爱茉莉品牌的唯品会分销，贡献近 90% 分销业务增量。

2018 年净利润 1.6 亿净利率近 20%，毛利率提升驱动净利率增长。公司五年来净利率水平整体不断提升，变化主因毛利率变化驱动，而整体毛利率变化主因业务结构变化所致：2014~2017 年公司毛利率由 29.2% 提升至 46.9%，主因毛利率高的线上管理业务占比提高（17 年占比 28%）；2018 年和 2019H1 毛利率同比略有下滑，主因毛利率偏低的线上分销业务营收占比提高。

图 106: 2014~2019H1 公司各业务营收 (亿元)、占比及毛利率 (%) 变化趋势示意图



资料来源: WIND, 民生证券研究院

四、投资建议

传媒板块经过 3 年调整, 2019 年首次实现指数正增长。我们认为目前传媒板块估值低位, 公募持仓低, 细分板块景气度回升, 商誉及质押等问题基本可控, 本身具备反弹基础。对于明年我们认为政策层面严监管的负面影响已经钝化, 而 5G 应用层面将为板块带来新的活力, 新技术预计大幅提高板块关注度及提高板块整体估值水平, 旗帜鲜明看好传媒板块 2020 年行情。

2020 年传媒板块策略, 我们建议主要围绕以下几个思路: 1. 紧抓 5G 主线, 包括云游戏、VR、AR、超高清大屏等。2. 把握核心资产。我认为传媒互联网最核心的资产就是龙头平台型公司。建议关注芒果超媒, 分众传媒, 视觉中国等。3. 寻找个股拐点。我们认为游戏拐点已至, 电视剧拐点临近, 院线及营销拐点仍待观望。4. 关注主题投资。1) 档期票房; 2) 广电板块融媒体整合。从细分板块领域, 最看好的细分板块: 游戏板块, 影视板块, 及互联网电商。

电商板块。2019 年是电商行业风起云涌的一年。变革孕育机会, 展望 2020 年, 我们建议遵循以下三条主线选择标的: 1. 关注 5G 时代 VR/AR 等技术对电商购物体验带来的创造性改变: 从传统的搜索式电商到目前 KOL、直播带货再到 5G 时代更加极致的购物体验, 我们认为新技术将为电商行业带来巨大增量, 建议关注电商行业相关标的如阿里巴巴(港股)、拼多多(美股)、京东(美股); 2. 关注内容类电商投资机会, 建议关注 A 股稀缺的内容导购平台值得买; 3. 关注电商 2.0 时代精细化运营所催生的代运营市场的广阔需求, 推荐化妆品电商代运营平台壹网壹创, 建议关注电商代运营龙头宝尊电商(美股), 同时建议关注 A 股排队待上市的代运营公司如丽人丽妆、若羽臣等。

推荐个股: 完美世界, 吉比特, 三七互娱, 芒果超媒, 壹网壹创, 分众传媒。

表 6: 重点公司估值表

代码	重点公司	现价 2019/12/11	EPS			PE			评级
			18 年	19E	20E	18 年	19E	20E	
002624.SZ	完美世界	38.0	1.3	1.7	2.0	21.1	23.0	19.1	推荐
002555.SZ	三七互娱	24.6	0.5	1.0	1.3	19.8	24.3	19.4	推荐
603444.SH	吉比特	307.6	10.1	12.3	14.4	14.7	25.1	21.4	推荐
300413.SZ	芒果超媒	33.0	0.6	0.9	1.1	56.6	38.0	30.9	推荐
300792.SZ	壹网壹创	166.1	2.3	2.7	2.9	75.0	62.7	56.9	推荐
002027.SZ	分众传媒	5.6	0.2	0.1	0.2	36.6	41.3	25.9	推荐

资料来源: WIND, 民生证券研究院

插图目录

图 1: 传媒指数以大盘涨跌幅 (截止 2019 年 12 月 8 日)	3
图 2: 申万行业年初以来涨跌幅 (截止 2019 年 12 月 8 日)	3
图 3: 2010 年来传媒板块 PE (TTM) 表现	4
图 4: 2019~2020 年传媒行业分子板块 PE 估值中位数	4
图 5: 传媒板块基金超配比例	5
图 6: 2019Q2 子板块及超/低配比例	5
图 7: 2019Q3 子板块及超/低配比例	5
图 8: 2012-2019Q3 传媒行业营收 (亿元) 及同比增速	6
图 9: 传媒行业归母净利润 (亿元) 及同比增速	6
图 10: 2012-19Q3 传媒经营活动现金流净额/营收	6
图 11: 传媒经营活动现金流净额 (亿元) 及同比增速	6
图 12: 传媒行业商誉所有者权益比	7
图 13: 传媒行业不同区间股权质押率公司数量 (个)	7
图 14: 传媒行业不同区间大股东股权质押率公司数量 (个)	7
图 15: 相关政策出台对传媒上市公司股价的影响	8
图 16: 未来三年中国重要政治时间点概览	8
图 17: 移动游戏市场规模 (亿元) 及同比增速	9
图 18: 传媒以及大盘涨跌幅 (%) 以及估值水平	9
图 19: 云游戏运行模式概览	10
图 20: 云游戏和不同流媒体对比	11
图 21: 云游戏和不同流媒体对比	11
图 22: 《刺客信条: 奥德赛》实际游戏体验及评价	11
图 23: 谷歌对玩家设备要求	11
图 24: 《刺客信条: 奥德赛》网页端游戏画面展示	12
图 25: 手游游戏产业链	12
图 26: 传统 3A 游戏产业链	12
图 27: 云游戏产业链	13
图 28: 云游戏发展历程	13
图 29: 国内 5G 商用化进程	14
图 30: 5G 时代网速提升解决 VR 瓶颈的三个方面	15
图 31: 1G 到 5G 应用场景变迁	15
图 32: 18 年智能电视开机率对比	16
图 33: 18 年智能电视月均在线天数对比(天)	16
图 34: 用户增值业务场景举例	16
图 35: 2016~2018 年 OTT 用户数 (亿人) 及占比变化	16
图 36: 芒果 TV 和爱奇艺综艺剧集投资回报率对比	17
图 37: 芒果 TV 和爱奇艺 TV2018 年播放综艺和剧集的点击量示意图	18
图 38: 分众传媒 2014~2019Q1-3 营收及同比增速	18
图 39: 分众传媒 2014~2019Q1-3 归母净利润及同比增速	18
图 40: 分众传媒 2012-2019Q3 分行业客户结构占比变化趋势 (%)	19
图 41: 底层网络模式	19
图 42: 视觉中国商业模式	20
图 43: 视觉中国 2012~2019Q1-3 营收及同比增速	20
图 44: 视觉中国 2012~2019Q1-3 归母净利润及同比增速	20
图 45: 中国游戏市场收入 (亿元) 及同比增速	21
图 46: 国产游戏版号发放数量 (个)	21

图 47: 《深化党和国家机构改革方案》发布后的结构调整	22
图 48: 手游月活跃用户规模 (亿) 及同比增速 (%)	22
图 49: 手游用户活跃渗透率 (%)	23
图 50: 游戏行业营业收入 (亿元) 及同比增速 (%)	23
图 51: 游戏行业归母净利润 (亿元) 及同比增速 (%)	23
图 52: A 股主要游戏公司 PE 及归母净利润增速 (%) (盈利预测为 WIND 一致预期)	24
图 53: 完美世界营业收入 (亿元) 及同比增速 (%)	25
图 54: 完美世界归母净利润 (亿元) 及同比增速 (%)	25
图 55: 2019H1 完美世界分业务营业收入占比 (%)	26
图 56: 三七互娱营业收入 (亿元) 及同比增速 (%)	27
图 57: 三七互娱归母净利润 (亿元) 及同比增速 (%)	27
图 58: 2019H1 三七互娱分业务营业收入占比 (%)	27
图 59: 吉比特营业收入 (亿元) 及同比增速 (%)	28
图 60: 吉比特归母净利润 (亿元) 及同比增速 (%)	28
图 61: 2018 吉比特分业务营业收入占比 (%)	28
图 62: 17Q1~19Q3 电视剧行业总营收及同比	29
图 63: 17Q1~19Q3 电视剧归母净利润及同比	29
图 64: 2017Q1~2019Q3 电视剧行业毛利率及净利率变化趋势	29
图 65: 2010~2019 年甲级许可机构数量变化	30
图 66: 2018~2019 年爱腾芒公布剧集数量 (个) 及同比变化	30
图 67: 2018 年 1 月-2019 年 10 月备案公示电视剧类型变化	31
图 68: 2012~2019 年电影票房及同比变化	31
图 69: 2013~2019H1 单银幕产出及同比变化趋势	32
图 70: 竞争格局对比: TOP10 影投公司 2018~2019 年市占率变化	32
图 71: 营销行业 2018 年年报及 2019Q1-Q3 营收(亿元)、归母净利润(亿元)及增速	32
图 72: 19 年 Q1-Q3 营销板块利润增速统计	33
图 73: 广告经营额占 GDP 及社零总额的比值 (%)	34
图 74: 广告业经营额与 GDP/社零增速对比变化情况 (%)	34
图 75: 中国不同网络广告形式占比变化情况	34
图 76: 中国主要广告公司广告业务同比增速情况 (%)	35
图 77: 阿里与京东 (广告业务) 营收 (亿) 及同比增速 (%)	35
图 78: 2019 中国广告主移动端广告媒体投放意向	36
图 79: 2019 中国广告主社会化营销方式选择意向	36
图 80: 游戏板块公司估值表	37
图 81: 影视板块公司估值表	37
图 82: 2020 年元旦档&春节档相关影片及相应投资标的	38
图 83: 实物商品网上零售额累计值 (亿) 及占零售总额比重	41
图 84: 社会消费品当月销售额及同比变化	41
图 85: 消费投资和出口对 GDP 的贡献变化图 (%)	41
图 86: 2011~2018 年网上零售额 (亿) 及同比变化	42
图 87: 2009~2019 年不同国家电商渠道渗透率对比 (%)	42
图 88: 抖音 17Q1~18Q4 月活数据 (万) 及增速	43
图 89: 快手 2017Q1~2018Q4 月活数据 (万) 及增速	43
图 90: 电商行业规模 (亿) 及其同比增速	43
图 91: 社交电商行业规模 (亿) 及其同比增速	43
图 92: 传统电商与社交电商用户购物路径对比	44
图 93: 传统电商与社交电商流量模型对比	44
图 94: 完美日记和 HFP 的品牌成长之路	45

图 95: 完美日记& HFP 产品矩阵	46
图 96: 2014~2019H1 公司各业务营收 (亿)、占比毛利率 (%) 变化趋势示意图	47
图 97: 2014~2018 年农村网络零售额 (亿) 及占比变化	48
图 98: 乡村和城镇社零同比增速对比 (%)	48
图 99: 2018 年移动端网购分线用户数 (亿) 及渗透率	48
图 100: 2018 年一线—四线人口规模占比	48
图 101: 下沉市场用户年龄分布	49
图 102: 下沉市场用户收入分布	49
图 103: 下沉市场用户学历分布	49
图 104: 下沉市场用户手机价格分布	49
图 105: 2019 年天猫“六星”服务商	50
图 106: 2014~2019H1 公司各业务营收 (亿元)、占比及毛利率 (%) 变化趋势示意图	51

表格目录

表 1: 头部企业对大屏市场未来展望	16
表 2: 2018 年广电行业 5G 进程	39
表 3: 阿里巴巴 VS 京东 VS 唯品会获客成本: 近年来成本高增	42
表 4: 各大电商与短视频社交 APP 加强合作	44
表 5: 2015~2019 年天猫美妆品类 TOP10 品牌排行	45
表 6: 重点公司估值表	52

分析师简介

刘欣，民生证券文化传媒&海外互联网首席分析师，中国人民大学汉青高级经济与金融研究院硕士，先后于中金公司（2015-2016）、海通证券（2016-2019）从事TMT行业研究工作，2019年1月加入民生证券。所在团队2016/2017年连续两年获得新财富最佳分析师评比文化传媒类第三名，2016年水晶球评比第三名，2016年金牛奖第三名，2017年水晶球第五名，2017证券时报金翼奖第一名等。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。