

传媒

 证券研究报告
 2019 年 12 月 17 日

2020 年度策略：否极泰来，共振重生

政策、基本面、股价走势多纬度体现触底，5G 科技周期发动全新引擎。

传媒板块指数从 16 年至 19 年底下跌 65%，所有行业中跌幅最高。经历近四年下跌磨砺，19 年我们从上半年明确提出拐点已到（从游戏版号恢复到四季度影视放行），展望 2020 年更加乐观。年初至 12 月 6 日指数上涨 12.22%，涨幅依然中偏后（28 个行业第 20 位），但已有所回升，尤其是 Q4 表现突出；从财务报表来看，18 年集中计提资产减值损失，19 年继续消化监管及去杠杆带来的影响，板块在并购重组热潮下累积的资产泡沫大大消化，同时监管客观加大了部分企业出清，加速有优势公司的集中度提升。从政策上看，18-19 年，艺人、游戏、影视及其他方向监管逐步展开，虽然严厉监管带来行业困扰，但落地效果都超前期悲观预期，间接倒逼行业变革；面向未来，最大机会在于 5G 技术周期到来，VRAR、云游戏、超高清等与内容应用密切结合带来发展机遇。

互联网红利减弱，短视频带动时长增加，5G 拓宽未来新边界。

2018 年中国互联网普及率继续提升，用户规模突破 8 亿，新增网民规模近 8 年最高，主要增量来自中老年人群，19 年下沉红利逐渐减少；人均单日使用时长继续增长至 4 小时，短视频贡献绝大部分增量。行业格局来看，“马太效应”持续，腾讯和阿里覆盖超 95%移动互联网用户，BAT&B（字节跳动）合计占据近 73%移动时长；广告、游戏、电商等主要细分行业头部效应明显，其中广告市场格局重新洗牌，字节跳动已然并肩 BAT。未来空间来看，一方面，存量用户争夺倒逼竞争力提升，短视频、海外市场带来用户增量；另一方面，5G 时代消费互联网用户时长和付费规模还有显著提升空间，和各行业结合的产业互联网拥有巨大空间。

泛娱乐子行业，阵痛后优质公司开始复苏，等待 5G 后应用爆款。

游戏行业：18 年底版号放开，未成年沉迷政策严格执行背景下，19 年手游增速恢复至 20%，率先迎来复苏；5G 时代云游戏以及 VR、AR 有望带来用户体验提升和市场增长；**影视行业：**19 年底监管边际放松，长视频及台网剧方面，多部延期的古装项目已陆续上线，头部 CP 大剧明年预期陆续恢复开机；电影行业《哪吒》及国庆档高增长改善最悲观票房预期，国产片头部效应明显，2020 年春节档预计迎来开门红；渠道增速正在放缓，单银幕产出跌幅收窄。**营销行业：**受宏观经济影响仍处于磨底阶段，强复苏拐点仍未明朗，可关注结构机会。

投资建议：我们战略看好未来三年传媒表现，2019 年触底重生，2020 年更重要是 5G 手机出货进入快速增长期，云游戏、VRAR 产品创新加速，为 2021 年应用大发展提供了坚实支撑。标的方面，1）游戏：关注游戏双寡头【腾讯、网易】，A 股龙头【三七互娱、完美世界】，低估值修复【游族网络、世纪华通、掌趣科技】，业绩稳定+高分红【吉比特】，云游戏/5G 概念【顺网、凯撒文化、巨人、宝通】等。2）影视：关注长视频【芒果超媒】及【爱奇艺、阅文】及电视剧制作公司【慈文、华策、欢瑞】。电影包括渠道【万达、横店、中国电影】等，内容方【光线、猫眼】以及根据项目关注弹性【华谊、北京文化】等。3）A 股独角兽公司关注价值龙头【东方财富、视觉】，以及细分领域龙头【三六零、拉卡拉】，运营业务协同【平治信息、新媒】。4）电商关注龙头【阿里】，受益下沉市场消费升级的【拼多多、唯品会】及【京东】，双十一高增长【值得买、壹网壹创】等。5）2020 年将迎来大年的体育板块，VR 直播是重要应用，VRAR 产业链关注【恒信东方、岭南股份】等。6）营销建议关注【分众】，广告代理【蓝色光标、利欧股份、华扬联众、省广集团】、互联网营销服务商【每日互动】等。7）政策扶持类持续关注，包括融媒体【人民网、新华网、中视、浙数】以及广电；防御性强的出版。

风险提示：政策监管风险，宏观下滑对消费能力影响，存量竞争加剧以及商誉风险，5G 应用进度不确定性。

投资评级

行业评级	强于大市(维持评级)
上次评级	强于大市

作者

文浩 分析师
 SAC 执业证书编号：S1110516050002
 wenhao@tfzq.com

张爽 分析师
 SAC 执业证书编号：S1110517070004
 zhangshuang@tfzq.com

冯翠婷 分析师
 SAC 执业证书编号：S1110517090001
 fengcuiting@tfzq.com

周奕纯 分析师
 SAC 执业证书编号：S1110519070005
 zhouyichun@tfzq.com

蓝全 联系人
 lantong@tfzq.com

行业走势图


资料来源：贝格数据

内容目录

1. 总览：回暖趋势初步确立，5G 助推向上空间	7
1.1. 市场回顾：四年艰难筑底，向上萌芽已现	7
1.2. 财务走势：单季度利润下滑收窄，商誉泡沫大幅挤出	9
1.3. 监管政策边际改善，新技术浪潮正在到来	12
1.3.1. 产业严监管陆续落地，资本政策已有缓和	12
1.3.2. 5G 时代开启，新应用场景重塑内容机遇	15
2. 互联网：流量增长与价值仍可挖掘，产业数字化腾飞打开空间	18
2.1. 互联网流量红利消退，但仍有增长空间	18
2.1.1. 用户：18 年新增网民近 8 年最高，中老年人群贡献主要增量，下沉红利逐渐减少	18
2.1.2. 时长：互联网人均日时长增至 4 小时，短视频贡献近 2/3 的移动端增量	22
2.2. 行业格局：“马太效应”持续，头部集中度继续提升	24
2.2.1. 流量格局：腾讯和阿里均覆盖超 95% 互联网用户，BAT&B 合计占据近 73% 移动时长	24
2.2.2. 细分行业格局：广告、游戏、电商市场头部效应明显	25
2.3. 未来空间在哪？私域流量价值挖掘孕育新机，产业数字化打开万亿空间	27
2.3.1. 私域流量：流量资产化沉淀孕育新机，典型代表如微信生态、快手“老铁经济”	27
2.3.2. 产业数字化：创新红利驱动数字化升级，产业互联网打开万亿空间	28
3. 游戏：行业增速回暖，云游戏未来可期	32
3.1. 游戏行业整体情况	32
3.1.1. 19 年手游市场增速回暖，流量 2.0 时代 ARPU 值驱动强调研发重要性	32
3.1.2. 全球游戏市场空间广阔，游戏出海值得重视	33
3.1.3. 政策压力已基本释放，版号发放正常化，未成年人防沉迷规范已落地	34
3.1.4. 腾讯网易双巨头领先，A 股公司与腾讯合作迎新发展机会	37
3.2. 云游戏未来可期，关注技术变化、市场增量及产业链变化	37
4. 长视频：付费会员仍在增长轨道，头部 CP 开始复苏	41
4.1. 总览：短视频影响淡出，广告受经济周期影响，会员持续提升	41
4.2. 内容拐点：平台古装项目陆续上线，头部影视公司集中度提升，生产复苏	43
4.3. 视频网站与内容商的创新	44
4.3.1. 付费超前点播模式兴起，有望提高视频网站 ARPU 与 CP 弹性	44
4.3.2. 优爱腾芒布局互动视频，探索新型广告商业变现模式	45
4.3.3. 四大平台与运营商合作探索 5G 技术应用，内容商投资布局 5G 应用	46
4.4. 投资：重视优质平台，关注行业逻辑在头部 CP 映射	49
4.4.1. 平台类：芒果 20 年会员数值得期待，头部剧集明显加码，综艺出圈带货	49
4.4.2. 平台类：爱奇艺会员过亿，对标成熟市场仍有成长空间	50
4.4.3. CP：关注开机进展，重视行业复苏在头部公司的映射	51
5. 电影：边际改善明显，长期拐点已现	55
5.1. 规模：票房增速回升超市场悲观预期，国产片供给不足渠道下沉放缓	55

5.2. 内容：票房分化进一步加剧，国产动画电影表现亮眼	57
5.3. 渠道：银幕数增长继续放缓，集中度提升仍需等待	59
5.4. 展望：预计全年票房增速约 5%，春节档影片阵容较强增长有望延续	61
6. 营销：把握底部价值，等待拐点明确.....	65
6.1. 宏观经济未有显著修复，作为经济后周期的广告行业密切关注指标变化	65
6.2. 广告行业景气度仍需等待拐点，但建议关注底部价值	66
7. 投资建议.....	70

图表目录

图 1：2016 年至今传媒（申万）板块相对于沪深 300 指数与创业板涨跌幅（2016.1.1-2019.12.6）	7
图 2：2016 年初至今各行业指数涨跌幅（2016.1.1-2019.12.6）	7
图 3：2019 年初至今传媒（申万）板块相对于沪深 300 指数与创业板涨跌幅（2019.1.1-2019.12.6）	8
图 4：2019 年初至今各行业指数涨跌幅（2019.1.1-2019.12.6）	8
图 5：2011 年-2019 年传媒行业板块市盈率情况	9
图 6：各行业市盈率情况（2019.12.6）	9
图 7：传媒互联网上市公司营收增速对比（整体法，剔除部分标的）	10
图 8：传媒互联网上市公司归母净利润及扣非增速对比（整体法，剔除部分标的）	10
图 9：传媒互联网上市公司单季度营收同比增速对比（剔除无 17Q1 同口径数据公司）	10
图 10：传媒互联网上市公司单季度归母净利润同比增速对比（剔除无 17Q1 同口径数据公司）	11
图 11：传媒互联网上市公司 2015-2019Q1-Q3 商誉总额变化情况	11
图 12：传媒互联网上市公司 2016-2018 年，2018Q1-Q3 和 2019Q1-Q3 资产减值损失总额变化情况	11
图 13：传媒互联网方向监管、技术及消费需求阶段变化	12
图 14：2013 年至今政策阶段性变化与传媒板块走势	13
图 15：2G、3G、4G 时代带来的应用变革	16
图 16：中国互联网用户规模、同比增速及互联网普及率（2007A-2018A，1H19A）	18
图 17：中国新增互联网用户规模及同比增速(2007A-2018A,1H19A)	18
图 18：中国互联网用户上网设备使用率（2007A-2018A，1H19A）	18
图 19：全球互联网用户 Top15 国家和地区（2018A）	19
图 20：中国分年龄段人口互联网渗透率对比（2010A-2018A，1H19A）	19
图 21：中国互联网用户年龄结构（2010A-2018A，1H19A）	20
图 22：中国城镇与农村互联网渗透率对比（2007A-2018A）	20
图 23：中国移动互联网下沉市场 MAU 及同比增速（2017M9-2019M9）	21
图 24：中国互联网主要细分领域用户渗透率对比（2007A-2018A，1H19A）	21
图 25：中国互联网用户人均单日使用时长及同比增速（2011A-2018A，1H19A）	22
图 26：中国移动互联网人均单日使用时长及同比增速（2017M3-2019M9）	22
图 27：中国移动互联网细分领域使用时长占比（2018M9 vs. 2019M9）	23
图 28：中国移动互联网用户月度总使用时长同比增量 Top8 细分领域占比（2019M3-2019M9）	23

图 29: 中国互联网巨头的移动互联网用户覆盖率 (2019M6 vs. 2019M9)	24
图 30: 中国互联网巨头的移动互联网时长份额 (2018M3-2019M3)	24
图 31: 中国互联网广告市场格局 (2013A-2018A, 1H19A)	25
图 32: 中国手游 CR2 市场份额 (1Q15A-3Q19A)	26
图 33: 中国 PC 游戏 CR2 市场份额 (2008A-2018A, 1H19A)	26
图 34: 中国电商行业市场格局 (1Q15A-3Q19A)	27
图 35: 微信生态构建私域流量的电商 SaaS 解决方案	27
图 36: 快手“磁力引擎”打通公域流量与私域流量运营	28
图 37: 淘宝直播带货交易规模 (1Q17A-4Q18A)	28
图 38: 中国数字经济规模及占 GDP 比重 (2014A-2018A)	29
图 39: 中国消费互联网和产业互联网数字化程度与美国对比	29
图 40: 阿里巴巴商业操作系统与数字经济体	30
图 41: 腾讯产业互联网生态平台	30
图 42: 中国智能制造产业结构变化趋势 (2016A vs. 2025E)	31
图 43: 2008-2019 年前三季度中国移动游戏市场实际销售收入及同比情况	32
图 44: 2008-2019Q1-Q3 中国移动游戏用户规模及同比增速	33
图 45: 2008-2019Q1-Q3 中国移动游戏市场 ARPU 值及同比增速	33
图 46: 2013-2019 年全球游戏市场规模及增速	34
图 47: 2008-2019 年前三季度中国自研游戏海外市场销售收入	34
图 48: 2018 年 12 月-2019 年 11 月国产网游版号及进口网游版号数量	36
图 49: 云游戏目前的产业格局	38
图 50: 目前现有的云游戏平台, 不断量变, 期待质变	39
图 51: Google Stadia 云游戏的付费模式	39
图 52: Google Stadia 云游戏产生的硬件替代	40
图 53: 游戏产业链变化 (渠道话语权下降, 内容及分发话语权提升)	40
图 54: 2013-2019 年我国在线视频用户规模及渗透率	41
图 55: 2018 年下半年 (内环) 和 2019 年上半年 (外环) 各类 APP 使用时长占比对比	41
图 56: 在线视频 APP 月用户使用时长变化 (亿分钟)	42
图 57: 短视频用户规模及同比增速 (亿)	42
图 58: 主要短视频 APP 月活变化趋势 (亿)	42
图 59: 爱奇艺、腾讯视频和芒果 TV 付费用户数 (万)	43
图 60: 爱奇艺广告收入及同比增速	43
图 61: 芒果 TV 广告收入及同比增速	43
图 62: 超前点播剧集定价方式	44
图 63: 爱优腾互动视频创作平台	45
图 64: 中国互动视频广告市场发展阶段	46
图 65: 爱奇艺互动视频广告的类型	46
图 66: 腾讯 5G 技术研发: 未来网络实验室简介	47
图 67: 腾讯视频和中国电信首个 5G 商业化场景: 高清直播-明星生日会	48
图 68: 爱奇艺目前已上线、发行的 VR 影视、综艺、游戏 (部分)	48
图 69: 兰亭数字生态布局	49

图 70: 芒果 TV19Q3 流量数据	49
图 71: 芒果超媒综艺骨朵热度前 15 占比提升 11PCT	50
图 72: 爱奇艺付费收入变化	50
图 73: 爱奇艺付费用户数变化	50
图 74: 爱奇艺付费规模空间估算 (亿元)	51
图 75: 爱奇艺广告收入变化 (季度)	51
图 76: 2014-2018 年, 2018 年 1-11 月和 2019 年 1-11 月全国票房 (含服务费) 及同比增速	55
图 77: 2014-2018 年, 2018 年 1-11 月和 2019 年 1-11 月全国观影人次及同比增速	55
图 78: 2014-2018 年, 2018 年 1-11 月和 2019 年 1-11 月全国平均电影票价 (元)	56
图 79: 2014-2019 年分级城市票房增速	56
图 80: 2014-2019 年分级城市票房占比	57
图 81: 2015-2019 年 TOP10 及 TOP20 影片票房占比	57
图 82: 2018-2019 年国产与进口影片票房占比	58
图 83: 2018-2019 年各类型影片数量及平均单片票房	59
图 84: 2014-2019 年银幕数量和影院数量	59
图 85: 2015-2019 年单银幕产出	60
图 86: 2018-2019 年猫眼占总出票量及网票出票量比例	61
图 87: 2019Q4 和 2019 年全年票房测算	62
图 88: 主要影投公司 18Q4 票房、营业收入及净利润 (亿元)	62
图 89: 2014-2019 年春节观影档票房及同比增速	63
图 90: 2014-2019 年春节档观影人次及同比增速	63
图 91: 2014-2019 年春节档平均票价 (不含服务费, 元)	63
图 92: 2020 年春节档定档影片信息	64
图 93: 2014-2019Q3 国内生产总值当季值及同比增速	65
图 94: 2017 年到 2019 年 10 月社会消费品零售总额当月同比增速	65
图 95: 2017 年 2 月至 2019 年 10 月工业企业利润总额累计同比增速	66
图 96: 2016 年至今全媒体广告花费年度同比变化 (不含互联网)	67
图 97: 2018-2019 年全媒体广告花费月度同比变化 (不含互联网)	67
图 98: 2017-2019 年 Q1-Q3 各媒介广告刊例花费变化	68
图 99: 2017 年 10 月~2019 年 10 月各媒介广告刊例花费变化	68
表 1: 2013 年-2019 年传媒互联网产业相关政策变化	13
表 2: 2013 年-2019 年资本相关政策变化	14
表 3: 工信部及三大运营商 5G 推进计划	15
表 4: 5G 三大技术场景加速数字技术产业应用方向	17
表 5: 监管领导发言对比	34
表 6: 《问道》、《一刀传世》各年龄阶段用户占比	36
表 7: 18Q1~19Q3 电视剧网络剧组讯数	44
表 8: 视频网站招商中部分涉及影视剧上市公司的项目	51
表 9: 卫视招商中部分涉及影视剧上市公司的项目	53

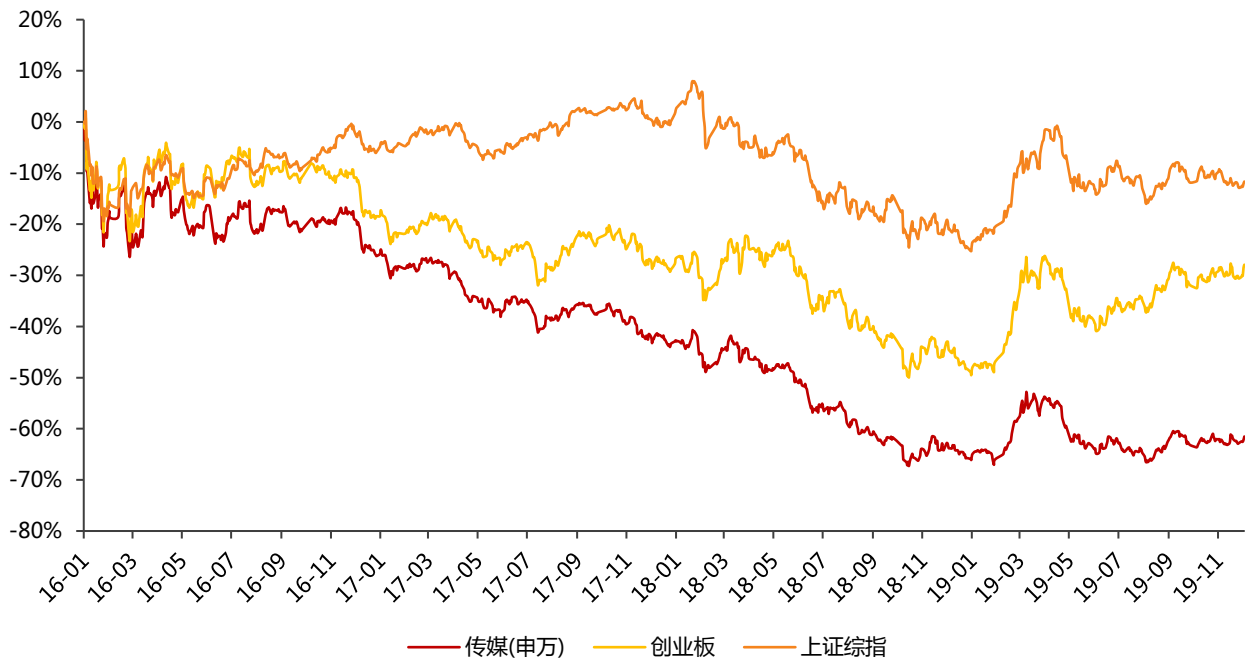
表 10: 重点上市公司库存剧.....	54
表 11: 2019 年全国电影票房 TOP10 影片.....	58
表 12: 2018-2019 年国产与进口影片票房情况.....	58
表 13: 2015-2019 年主要影投公司市占率（不含服务费）.....	60
表 14: 2015-2019 年主要院线公司市占率（不含服务费）.....	61
表 15: 电通安吉斯集团 19 年 6 月发布的全球广告支出同比增长预测值（单位：% 为 19 年 1 月预测数据）.....	66
表 16: 2019 年前三季度主要公司广告收入表现.....	69

1. 总览：回暖趋势初步确立，5G 助推向上空间

1.1. 市场回顾：四年艰难筑底，向上萌芽已现

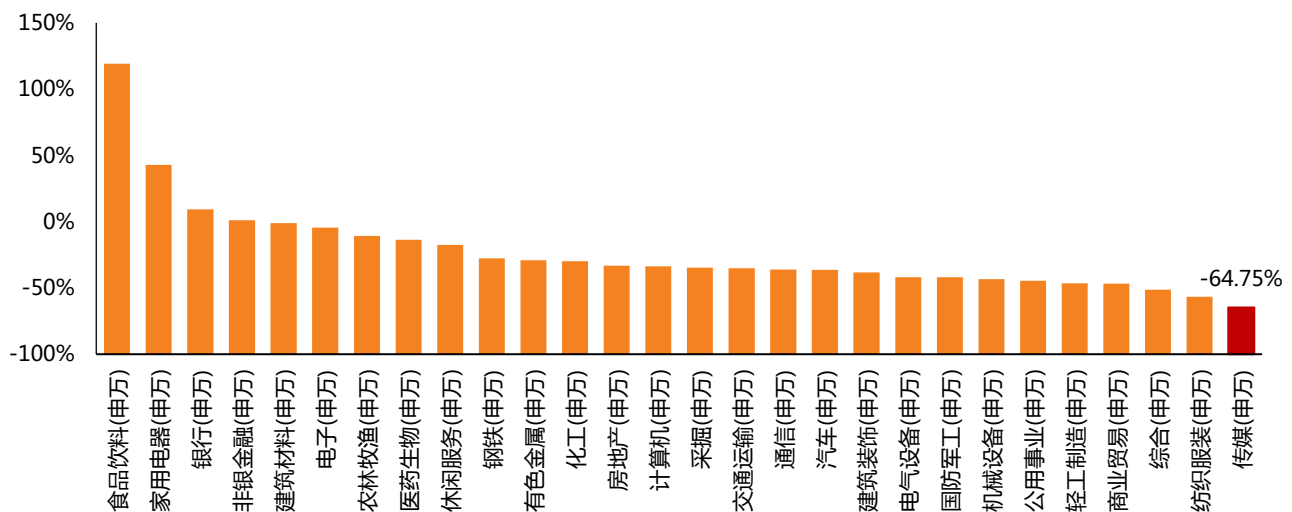
传媒板块从 2016 年起持续下行，2016 年 1 月 1 日至 2019 年 12 月 6 日，传媒板块指数下跌 64.75%，在所有行业指数中跌幅最高。2019Q1 板块短期回升后，由于市场风险偏好变化及监管从严，19 年 4 月又继续下行，到 8 月企稳。19 年初至 12 月 6 日传媒板块指数上涨 12.22%，28 个行业中位于第 20 位，全年涨幅依然中偏后，但已经开始呈现向上态势。

图 1：2016 年至今传媒（申万）板块相对于沪深 300 指数与创业板涨跌幅（2016.1.1-2019.12.6）



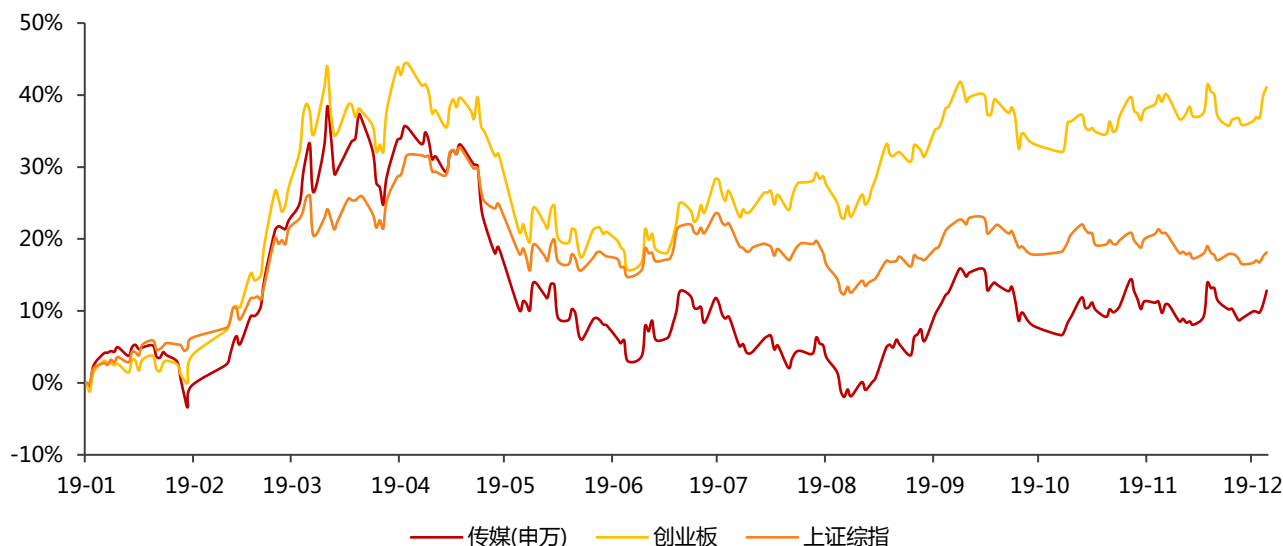
资料来源：wind、天风证券研究所；注：截至 2019 年 12 月 6 日收盘，采用申万一级行业指数

图 2：2016 年初至今各行业指数涨跌幅（2016.1.1-2019.12.6）



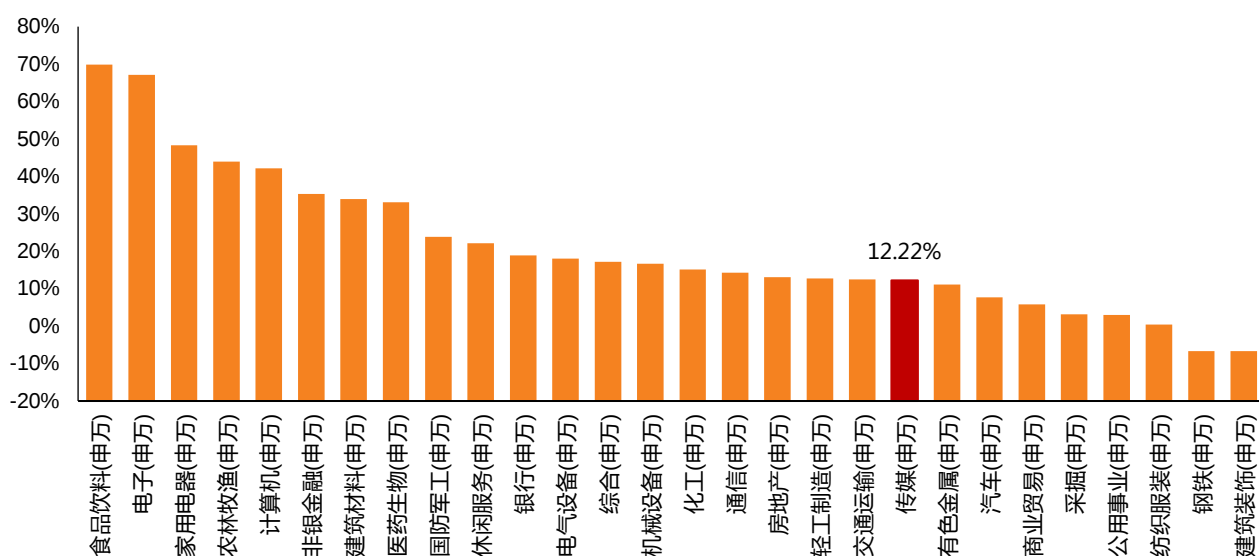
资料来源：wind、天风证券研究所；注：截至 2019 年 12 月 6 日收盘，采用申万一级行业指数

图 3：2019 年初至今传媒（申万）板块相对于沪深 300 指数与创业板涨跌幅（2019.1.1-2019.12.6）



资料来源：wind、天风证券研究所；注：截至 2019 年 12 月 6 日收盘，采用申万一级行业指数

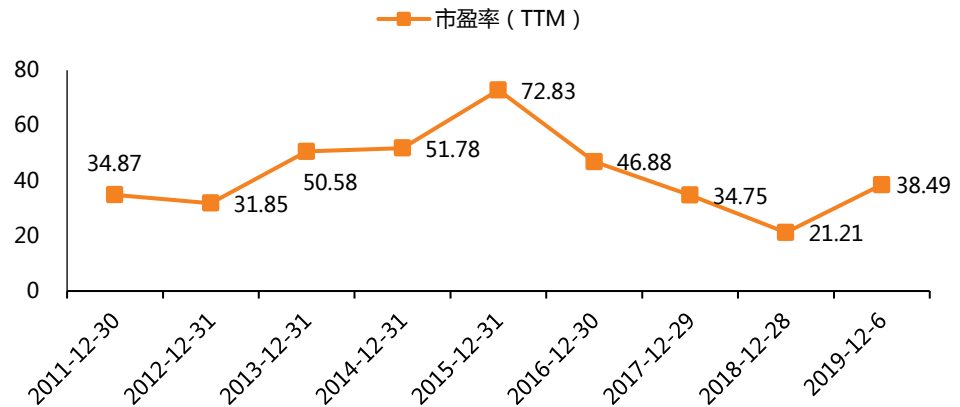
图 4：2019 年初至今各行业指数涨跌幅（2019.1.1-2019.12.6）



资料来源：wind、天风证券研究所；注：截至 2019 年 12 月 6 日收盘，采用申万一级行业指数

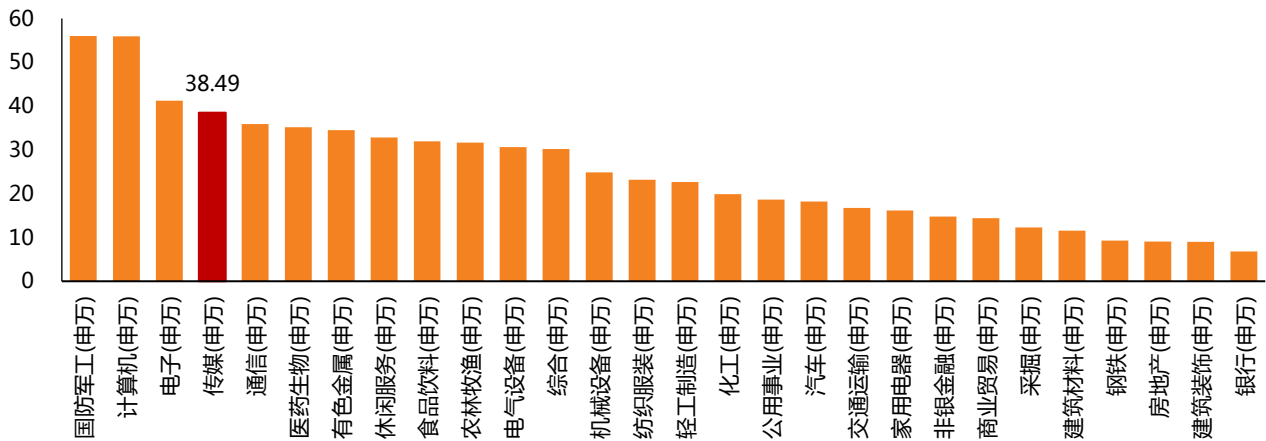
估值趋势上，传媒板块估值从 2012 年到 2015 年一路攀升，2016 年至 2018 年估值持续下滑，到 2018 年 12 月 28 日，传媒板块整体市盈率已经降至 21.21 倍，到 2019 年 12 月 6 日有所回升，传媒板块市盈率回升至 38.49 倍，但仍低于 13 年水平。

图 5：2011 年-2019 年传媒行业板块市盈率情况



资料来源：wind、天风证券研究所；注：截至 2019 年 12 月 6 日收盘，采用申万一级行业指数

图 6：各行业市盈率情况（2019.12.6）



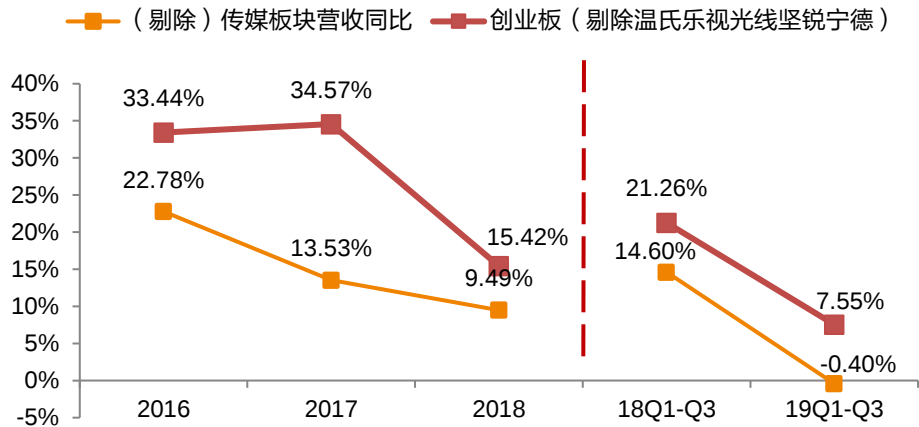
资料来源：wind、天风证券研究所注：统计时点为 2019 年 12 月 6 日收盘，采用申万一级行业指数

1.2. 财务走势：单季度利润下滑收窄，商誉泡沫大幅挤出

业绩层面，从剔除特殊情况和极值影响的 19 年前三季度数据看，由于消化前期监管趋严、宏观去杠杆带来资金紧张等因素，板块整体业绩仍处于下行周期。剔除无同期口径的标的，传媒板块 19Q1-Q3 总营收同比下降 0.4%，增速同比下降 15.0pct；总归母净利润同比下降 22.7%，增速同比下降 22.7pct。

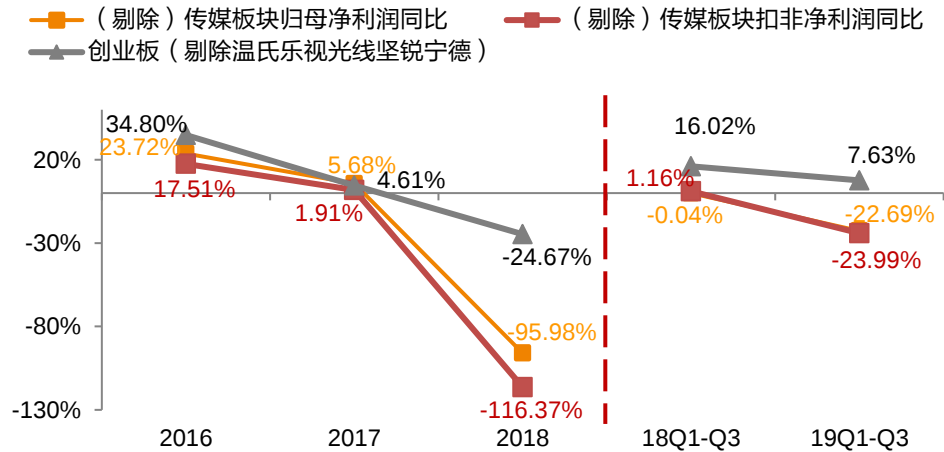
但从单季度业绩来看，19Q3 净利润下滑幅度相对 19Q1、Q2 已有所收窄；考虑 18Q4 大量商誉减值基数较低，19Q4 有望大概率大幅度修正全年及单季度增速。

图 7：传媒互联网上市公司营收增速对比（整体法，剔除部分标的）



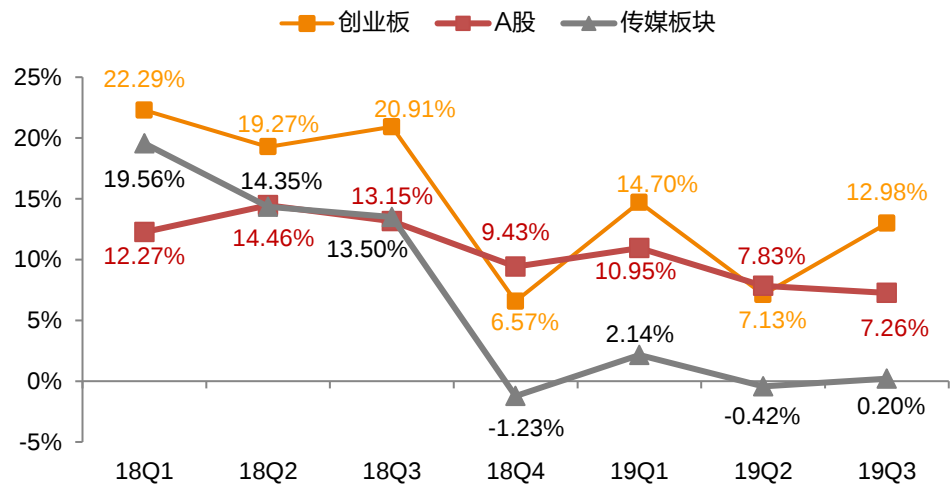
资料来源：wind、天风证券研究所

图 8：传媒互联网上市公司归母净利润及扣非增速对比（整体法，剔除部分标的）



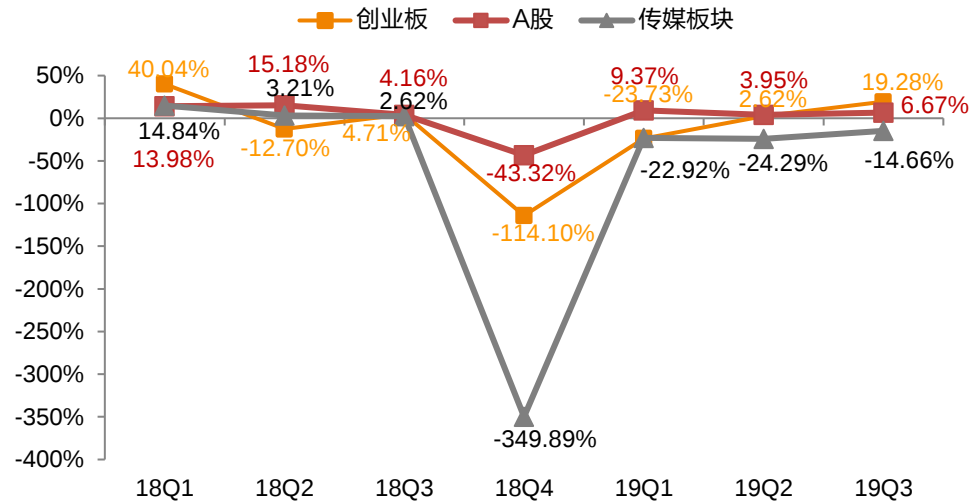
资料来源：wind、天风证券研究所

图 9：传媒互联网上市公司单季度营收同比增速对比（剔除无 17Q1 同口径数据公司）



资料来源：wind、天风证券研究所

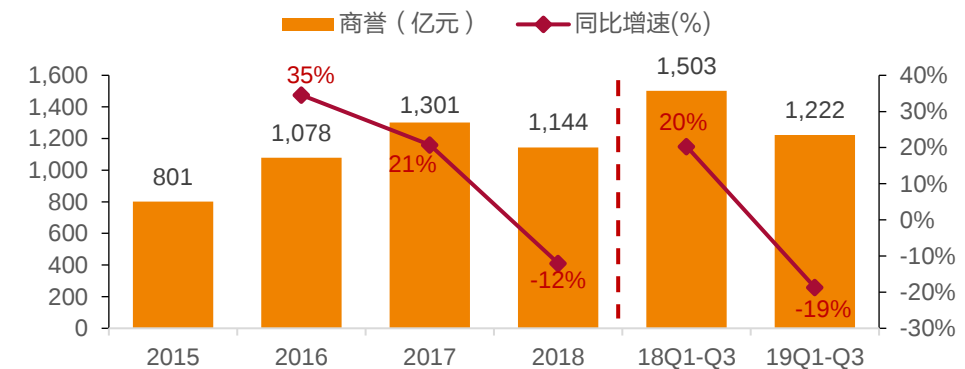
图 10: 传媒互联网上市公司单季度归母净利润同比增速对比 (剔除无 17Q1 同口径数据公司)



资料来源: wind, 天风证券研究所

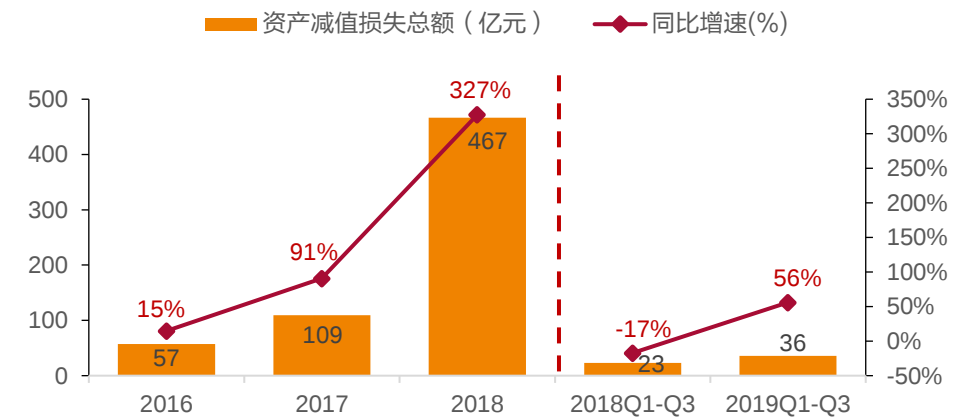
13-15 年并购重组热潮退去后, 板块商誉增速放缓, 同时 18 年板块集中计提包括商誉在内的资产减值损失, 计提总额达 467 亿, 板块资产减值压力已有明显释放。虽不排除后续仍会存在减值, 但风险已有明显降低。

图 11: 传媒互联网上市公司 2015-2019Q1-Q3 商誉总额变化情况



资料来源: wind、天风证券研究所

图 12: 传媒互联网上市公司 2016-2018 年, 2018Q1-Q3 和 2019Q1-Q3 资产减值损失总额变化情况



资料来源: wind、天风证券研究所;

注: 为保持口径一致, 将 18 年会计准则新增的信用减值损失科目纳入资产减值损失统计中

1.3. 监管政策边际改善，新技术浪潮正在到来

解构影响传媒行业发展的三大要素即监管政策、技术推动以及消费需求，每个阶段传媒行业的发展均与三大要素的阶段变化息息相关。19 年政策环境及技术领域均开始呈现新变化：政策监管经历极严阶段后出现边际放松，尤其 19 年底开始体现更为明晰；技术方向则迎来重大变革，5G 时代开启，在全新通信技术推动下，有望打开新应用场景，产生新内容需求。

图 13：传媒互联网方向监管、技术及消费需求阶段变化



资料来源：天风证券研究所

1.3.1. 产业严监管陆续落地，资本政策已有缓和

13-15 年宽松的并购重组环境，以及互联网+的火热发展带动一轮传媒牛市。16 年开始，资本政策率先收紧，并购重组红利打破，成为传媒板块下行的重要拐点；而产业层面也进入从严周期，尤其是 18 年，在影视、游戏、艺人等各层面均有政策调控。

18 年底随着游戏版号恢复，板块政策有所企稳，尤其在 19 年国庆后，内容监管边际放松，古装剧陆续上线；同时资本层面也放宽并购重组及再融资。政策边际改善带来了 19 年初及年底传媒板块两次回暖。

在产业和资本政策经历宽松—收紧—边际放松阶段后，我们认为 19 年底-20 年可期待政策稳定或进入边际放松周期。

图 14：2013 年至今政策阶段性变化与传媒板块走势



资料来源：wind、天风证券研究所

● 产业政策

2013 年至 2019 年传媒产业政策大致经历了三个阶段：

- (1) 红利期：2013 至 2015 年 4G 推进实施；推动社会主义文化发展；提出“互联网+”行动计划；
- (2) 严格期：2016 至 2018 年，国家加强对影视内容监管、对游戏产业监督、以及对影视业税收、演员薪酬、合同的规范，并相继出台了规定举措；
- (3) 边际改善期：2018 年底游戏版号恢复审批；2019 年下半年，政策鼓励影视高质量内容发展，推动科技与产业融合；19 年底古装剧恢复播出。

表 1：2013 年-2019 年传媒互联网产业相关政策变化

日期	发布机构/会议	文件/政策名称	相关内容
2013 年 7 月	国务院常务会 议	—	促进信息消费，要把握好市场导向、改革推进、需求引领、有序安全发展的原则，推进工业化和信息化深度融合；
2013 年 7 月	广电总局	—	明确“三定”方案，这也为网络与传媒公司今后的发展打下了基础；
2013 年 9 月	文化部	《文化部信息化发展纲要》 (2013—2020 年)	发展纲要明确文化部信息化 2013—2020 年的发展目标和业务重点，以全面推进文化部信息化建设；
2013 年 9 月	发改委	《关于组织实施 2013 年移动互联网及第四代移动通信 (TD-LTE) 产业化专项的通知》	组织实施移动互联网及 4G 产业化专项，加快移动互联网关键技术研发及应用，培育能整合产业链上下游资源、具备一定规模的移动互联网骨干企业；
2013 年 11 月	十八届三中全会	—	提出紧紧围绕建设社会主义核心价值体系、社会主义文化强国深化文化体制改革，加快完善文化管理体制和文化生产经营机制，建立健全现代公共文化服务体系、现代文化市场体系，推动社会主义文化大发展大繁荣；

2014 年 4 月	广电总局	一剧两星	自 2015 年 1 月 1 日开始，同部电视剧每晚黄金时段联播的综合频道不得超过两家，同部电视剧在卫视综合频道每晚黄金时段播出不得超过二集；
2014 年 4 月	国务院办公厅	《关于印发文化体制改革中经营性文化事业单位转制为企业和进一步支持文化企业发展两个规定的通知》	深化文化体制改革，促进文化企业发展；落实和完善有利于文化内容创意生产、非物质文化遗产项目经营的税收优惠政策；促进传媒行业体制机制改革；
2015 年 3 月	国务院	《政府工作报告》	首次提出“互联网+”行动计划；
2016 年 2 月	广电总局、工信部	《网络出版服务管理规定》	网络游戏上网出版前，必须报广电总局审批；
2016 年 3 月	广电总局	《电视剧内容制作通知》	明确规定电视剧不能出现如“宣扬灵魂附体、轮回转世等封建迷信”等内容；
2016 年 11 月	国务院	《电影产业促进法》	确定了促进电影产业发展的基本制度、措施；
2017 年 9 月	广电总局	《新闻出版广播影视“十三五”发展规划》	提出到 2020 年争取实现舆论传播力、引导力、影响力、公信力大幅提升，公共文化服务全面升级；
2018 年 3 月	广电总局	《游戏申报审批重要事项通知》	由于监管部门调整，全面暂停所有游戏版号的发放；
2018 年 6 月	中宣部、文化部等	《通知》	要求加强对影视行业天价片酬、“阴阳合同”、偷税漏税等问题的治理；
2018 年 7 月	国税总局	《通知》	终止影视工作室定期定额征收方式，改为查账征收；
2018 年 9 月	教育部	《综合防控儿童青少年近视实施方案》	对网络游戏总量实施调控，控制新增网游上网运营数量；
2018 年 12 月	中宣部	—	首批游戏版号已经完成审批，版号审批正常化；
2019 年 4 月	广电总局	《未成年人节目管理规定》	完善内容监管，加强对青少年的保护；
2019 年 6 月	工信部	—	中国广电获工信部 5G 商用牌照，推动广电网络技术革新与转型升级；
2019 年 8 月	广电总局	《关于推动广播电视和网络视听产业高质量发展的意见》	鼓励高质量内容发展、推动科技创新与产业融合；

资料来源：各部委官网、天风证券研究所

● 资本政策

与产业政策相对应，2013 年至 2019 年资本市场政策也大致可分为三个阶段：

- (1) 红利期：2013 至 2015 年，政策进一步优化市场兼并重组条件，鼓励依法设立的并购基金参与上市企业并购重组，并给予产业投融资支持；
- (2) 严格期：2016 至 2018 年，资本市场持续收紧，互联网、影视、游戏等行业跨界并购重组监管趋严，跨界定增叫停；
- (3) 边际改善期：2019 年下半年，证监会放松创业板“借壳上市”，发文简化信披要求，明确影视公司 IPO 原则等，政策开始有所缓和。

表 2：2013 年-2019 年资本相关政策变化

日期	单位	文件/政策名称	相关内容
2014 年 4 月	国务院	《关于进一步优化企业兼并重组市场环境的意见》	企业兼并重组相关行政审批事项逐步减少，审批效率不断提高，有利于企业兼并重组的市场体系进一步完善，市场壁垒逐步消除；政策环境更加优化，兼并重组服务体系不断健全；
2014 年 10 月	国务院	《上市公司重大资产重组管理办法》	大幅取消了上市公司重大购买、出售、置换资产行为的审批，对于现金支付的非借壳上市并购重组，完全取消事前审批；明

			确提出鼓励依法设立的并购基金参与上市公司并购重组；
2015 年 6 月	证监会	《证券公司融资融券业务管理办法》修订版征求意见	新两融管理办法征求意见稿出台，政策杠杆意图明显；
2016 年 5 月	证监会等	—	互联网金融、游戏、影视、VR 四行业跨界并购重组监管趋严；证监会叫停跨界定增；出台并购重组监管政策最新方向，包括：借壳上市趋严；并购重组完成后，老股也承诺锁定 12 个月；
2017 年 2 月	证监会	《上市公司非公开发行股票实施细则》	再融资新规落地，拟发行股份数量不得超过本次发行前总股本的 20%；增发董事会决议日距离前次募集资金到位日原则上不得少于 18 个月；
2017 年 5 月	证监会	《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》	完善对大股东、董监高减持股份的约束机制，督促上市公司大股东、董监高合法、有序减持；
2017 年 11 月	证监会发行部门	—	互联网游戏企业成 IPO 核查重点，核查重点主要在于信息披露，开发模式和运营模式、授权运营模式、联合运营模式等描述严格要求，并细化披露游戏运行绩效指标；
2018 年 11 月	证监会	—	发文简化信批要求，鼓励上市公司并购重组；证监会发文提示商誉减值风险；
2019 年 1 月	财政部	—	同意随着企业合并利益的消耗将外购商誉的账面价值减记至零的后续会计处理方法；
2019 年 3 月	证监会	《首发业务若干问题解答》	首次公开解答影视公司 IPO 发审问题，明确影视公司 IPO 原则，提供权威指引；
2019 年 8 月	证监会	《关于重大资产重组行政许可申请材料规范性的说明》	规范了重大重组申报文件，并提出标的资产为游戏公司的，财务顾问需对其业绩真实性进行专项核查；
2019 年 10 月	证监会	《关于修改〈上市公司重大资产重组管理办法〉的决定》	允许符合国家战略的高新技术产业和战略性新兴产业相关资产在创业板重组上市，放松创业板借壳限制，明确科创板公司并购重组监管规则衔接安排，简化指定媒体披露要求；

资料来源：各部委官网、天风证券研究所

1.3.2. 5G 时代开启，新应用场景重塑内容机遇

2019 年 6 月，工信部正式发放 5G 商用牌照，标志着中国正式进入了 5G 商用阶段。截至 11 月，全国已经开通 5G 基站 11.3 万个，预计到年底将达到 13 万个。根据三家运营商 5G 推进进程显示：目前中国移动已在全国范围内建设超过 5 万个 5G 基站，在 50 个城市实现 5G 商用服务；中国联通发布“7+33+n”网络部署，在 7 个城市城区连续覆盖，在 33 个城市实现热点区域覆盖；中国电信已开展规模及预商用试验。三家运营商均预计在 2020 年正式实现 5G 商用。

表 3：工信部及三大运营商 5G 推进计划

部门	发布时间	主要内容
工信部	2019 年 6 月	发布《关于 2019 年推进电信基础设施共建共享的实施意见》，加快 5G 基站站址规划，推动 5G 基站和各类信息基础设施纳入城乡规划和土地利用总体规划；
工信部	2019 年 6 月	工信部正式向中国电信、中国移动、中国联通和中国广电发放 5G 商用牌照；
工信部	2019 年 11 月	全国已经建设 5G 基站 11.3 万个，预计到今年底将达到 13 万个，5G 套餐签约用户已有 87 万个；
工信部	2019 年 11 月	发布《关于印发“5G+工业互联网”512 工程推进方案的通知》，到 2022 年，突破一批面向工业互联网特定需求的 5G 关键技术，“5G+工业互联网”的产业支撑能力显著提升；打造 5 个产业公共服务平台；

运营商	计划时间	推进计划
中国移动	2017 年	完成 5G 外场测试；
	2018 年	积极参与 5G 技术研发第三阶段测试，率先在 5 大城市开展 5G 试验网建设，进行关键技术应用和商用性验证，开始业务示范网建设；
	2019 年	中国移动将在全国范围内建设超过 5 万个 5G 基站，在超过 50 个城市实现 5G 商用服务；
	2020 年	将在全国 340 个城市全面进行 5G 的商用；发展 7000 万 5G 客户，销售 1 亿部 5G 手机、3 亿笔 5G 新业务和 5000 万台家庭泛智能终端；
中国联通	2017 年	完成实验室环境建设；
	2018 年	将在 16 个城市开展 5G 规模试验，并进行业务应用和典型示范；
	2019 年	发布“7+33+n”5G 网络部署，即在北京、上海、广州、深圳、南京、杭州、雄安等 7 个城市城区连续覆盖，在 33 个城市实现热点区域覆盖；
	2020 年	正式实现 5G 商用；
中国电信	2017-2018 年	开展小规模外场试验，重点进行无线组网方案与能力试验，结合终端原型机进行系统试验和业务演示；
	2018-2019 年	规模及预商用试验，对多厂商设备进行组网，实施 4G/5G 互操作，并重点考察终端和网络建兼容性，以及针对垂直行业进行业务创新；
	2020 年	在重点城市重点区域规模部署 5G 并开展商用；

资料来源：工信部，三大运营商，天风证券研究所

回顾 2G 到 4G 时代，每一次技术的迭代都推动了产业革新，创造全新机遇，也相应带来不同巨头的兴衰。

2G 时代：2000 年左右，运营商推出数据功能，手机上网初步实现，但由于手机网速较慢，内容以图文为主，PC 互联网仍为主流，门户网站网易、搜狐等，网上购物如淘宝、京东，以及即时通讯 QQ 等为主流互联网应用。

3G 时代：2007 年第一代 iPhone 正式发布，2008 年 iPhone 3G 发布，2009 年国内 3G 开始商用，开启移动互联网新时代。2009 年前后新浪进入微博市场，2011 年高德推出移动版导航地图，微信上线；此外随着网速提升，游戏、音乐等娱乐模式从 PC 端向移动端进化，QQ 音乐移动端、网易云音乐等上线；单机游戏《神庙逃亡》成为爆款。

4G 时代：2014 年，4G 正式商用，移动互联网全面发展，智能手机进一步普及并且性能提升。长视频类流媒体平台逐渐从 PC 端转移到移动端，直播、小视频获得大量用户时长，更为重度的手游进入市场，生活服务类应用如外卖、滴滴用户强劲增长，以今日头条为代表的信息流模式迅猛发展。

图 15：2G、3G、4G 时代带来的应用变革



资料来源：七麦数据、腾讯网、新浪网、凤凰网、网易、人民网、天风证券研究所

5G 到来，数字经济生态将迎来新一轮变革，基于 5G 超高速、超低时延、大容量的特性，新一轮移动互联网应用迎来发展机遇，如云游戏、VR/AR、超高清视频等，同时在相应硬件不断成熟的过程中，新形式的内容需求也将应运而生，为传媒互联网打开全新空间。

表 4：5G 三大技术场景加速数字技术产业应用方向

5G 三大技术场景		产业应用示例		
增强移动宽带（eMBB）	下一代通信/社交/AI 助手	超清视频/语音	云游戏	云办公
超高可靠超低延时通信（URLLC）	虚拟现实（VR）/增强现实（AR）	云游戏	机器人/自动化	无人驾驶/车联网
大规模物联网（mMTC）	智慧城市、智慧场馆	无人机	大规模无限传感器网络	

资料来源：埃森哲，天风证券研究所

2. 互联网：流量增长与价值仍可挖掘，产业数字化腾飞打开空间

2.1. 互联网流量红利消退，但仍有增长空间

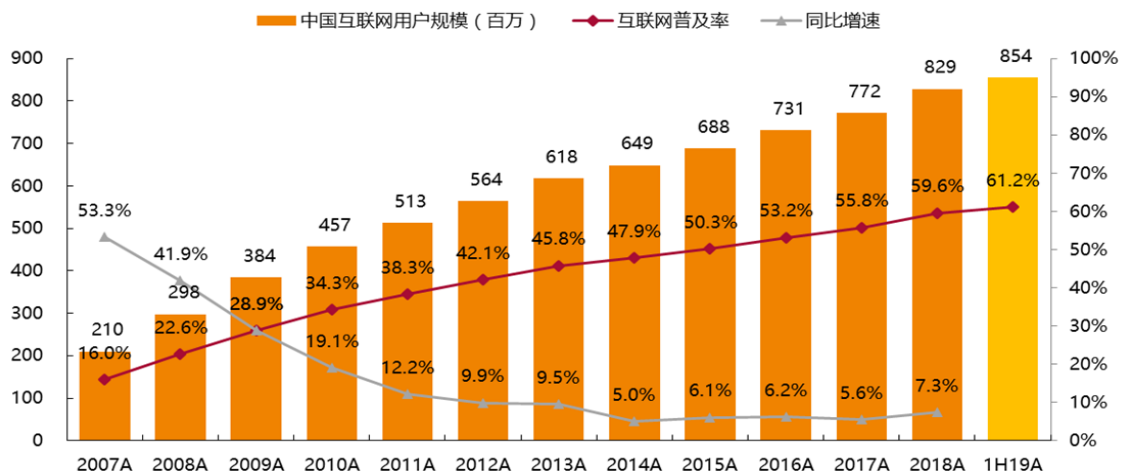
2.1.1. 用户：18 年新增网民近 8 年最高，中老年人群贡献主要增量，下沉红利逐渐减少

中国互联网普及率持续提升,18 年新增用户达到近八年最高。中国互联网从 1996 年起步,经历近 10 年的发展后在 2006 年互联网渗透率首次突破 10%,此后迎来了中国互联网的黄金发展期,互联网渗透率快速提升,在 2009 年超越并持续领先于全球渗透率,到 2015 年中国互联网渗透率已突破 50%。随着人口红利逐渐减少,中国互联网用户增速逐年放缓,2012 年同比增速首次低于全球,2014 年-2017 年新增互联网用户规模明显减少。

2018 年中国互联网用户增长重新加快,互联网用户规模突破 8 亿,同比增长 7.3%至 8.29 亿,年度新增互联网用户约 5,700 万,为近 8 年最高,互联网渗透率达到 59.6% (同期全球互联网渗透率为 51%),显著领先于全球第二大市场印度。2019 年上半年,中国互联网用户规模进一步增长至 8.54 亿,互联网渗透率提高至 61.2%。

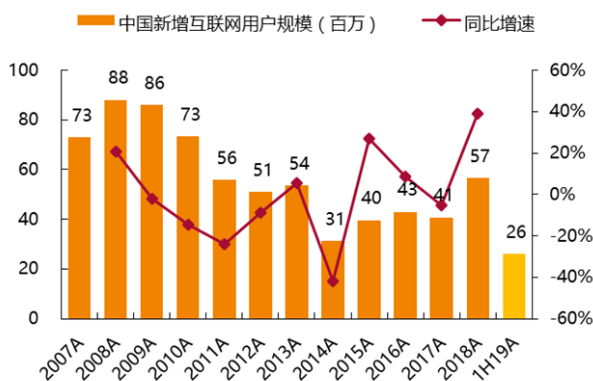
从上网终端来看,移动互联网接近全面普及,互联网电视的快速发展推动电视成为更加主流的入口。2019 年上半年,手机作为上网终端的使用率已达到 99.1%,移动互联网用户规模达到 8.47 亿;电视的使用率自 2017 年起持续高于平板电脑,截至 2019 年上半年已达到 33.1%,相较 2018 年底提高 2 个百分点,电视的使用率仅低于笔记本电脑 3 个百分点。

图 16：中国互联网用户规模、同比增速及互联网普及率（2007A-2018A，1H19A）



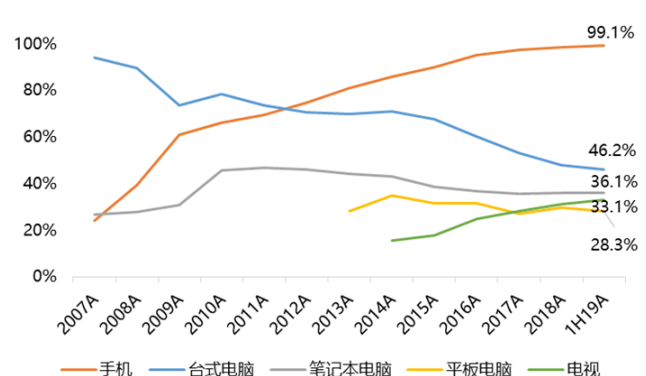
资料来源：CNNIC，天风证券研究所

图 17：中国新增互联网用户规模及同比增速（2007A-2018A,1H19A）



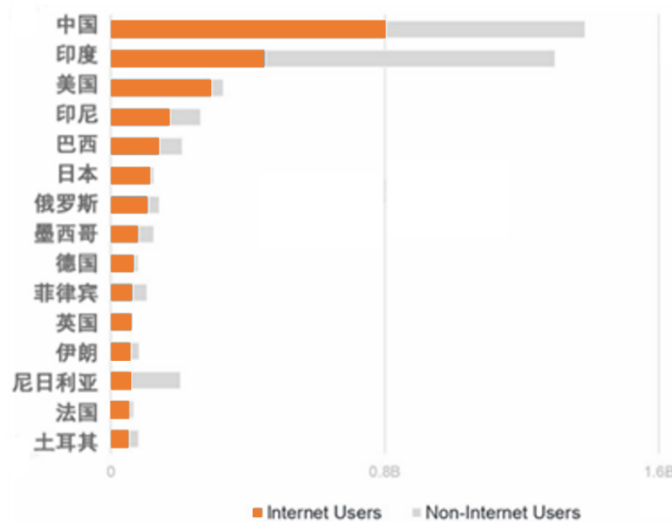
资料来源：CNNIC，天风证券研究所

图 18：中国互联网用户上网设备使用率（2007A-2018A，1H19A）



资料来源：CNNIC，天风证券研究所

图 19：全球互联网用户 Top15 国家和地区（2018A）

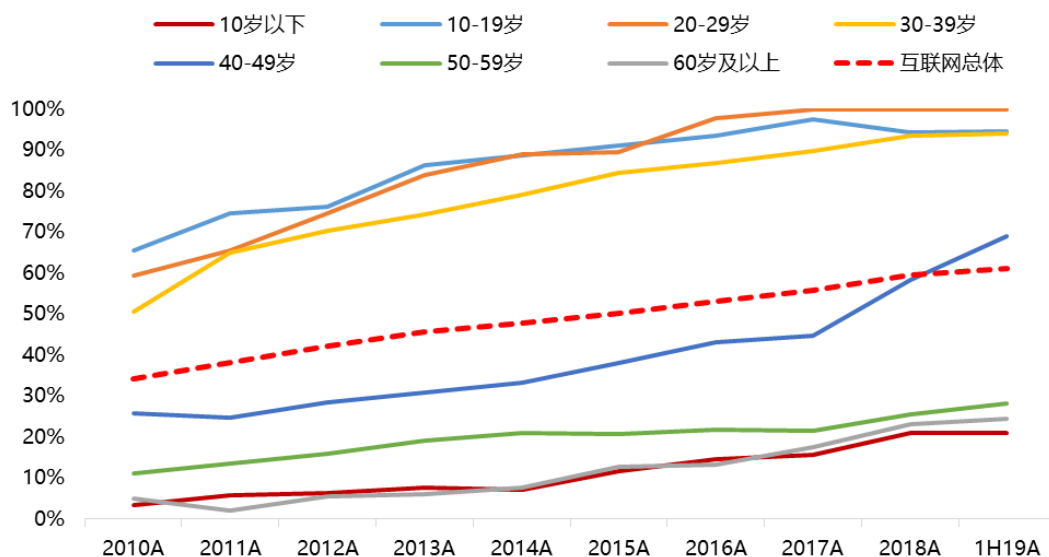


资料来源：Bond Capital，腾讯科技，天风证券研究所

分年龄段看，90/00 后网生一代与 80 后已充分渗透，70 后为代表的中年人群是新增用户的主要来源。截至 2019 年上半年，90 后人群（20-29 岁）已实现互联网的全面渗透，00 后（10-19 岁）的互联网渗透率接近 95%，基本是目前新应用抢夺最为激烈的年龄层，而 80 后（30-39 岁）的渗透率自 2018 年超过 90%，2019 年上半年进一步提升至 94.2%，已经面临饱和的压力；另一方面，以 70 后（40-49 岁）为代表的中年人群互联网渗透率明显提升，70 后渗透率达到 69.1%，相较于 2017 年底提升 24.4 个百分点，**中老年人群（40 岁以上）贡献了超过 90% 的新增互联网用户**，其中 70 后目前已有 1.5 亿网民，仍有约 7,000 万未触网人口，未来有望继续提高渗透率，而 50 岁以上人群受学习能力等制约，渗透率提升空间有限。

从互联网用户的年龄结构来看，10-39 岁之间的互联网核心用户层（即 00/90/80 后）在 2019 年上半年占总体互联网用户的 65.1%，自 2012 年起占比持续下降；而 40-59 岁（70/60 后）为代表的中老年用户占比逐步攀升，2019 年上半年首次超过 30%，达到 30.9%。

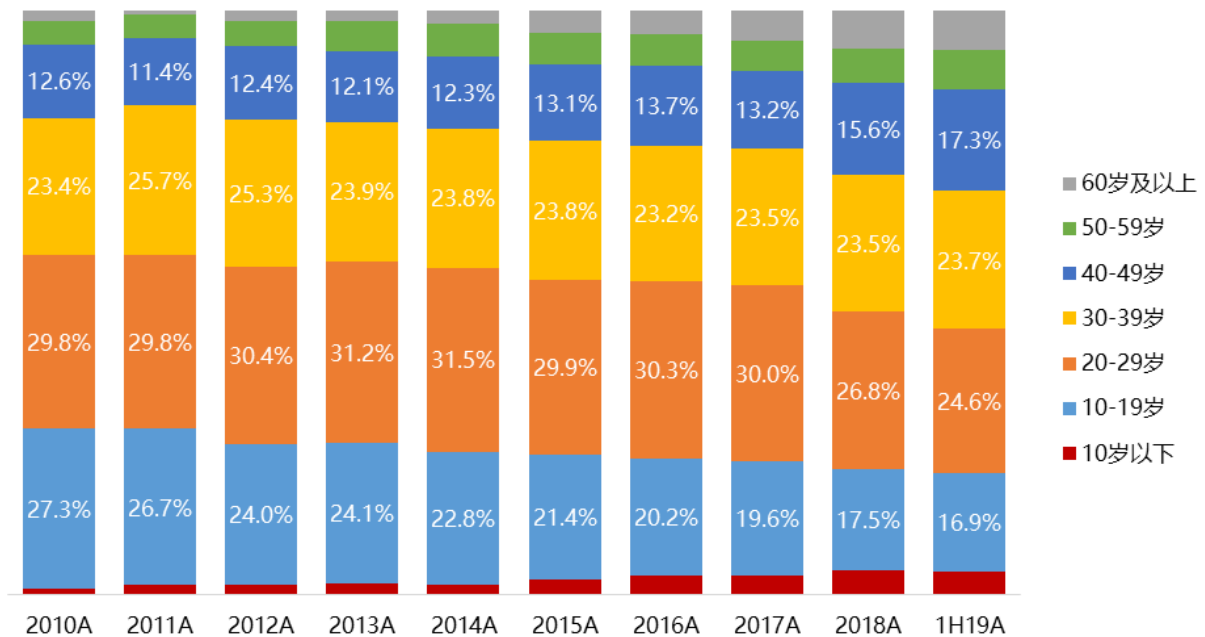
图 20：中国分年龄段人口互联网渗透率对比（2010A-2018A，1H19A）



资料来源：国家统计局，CNNIC，美国国家统计局，天风证券研究所

注：1H19 人口数采用 2019E 预测值。

图 21：中国互联网用户年龄结构（2010A-2018A，1H19A）

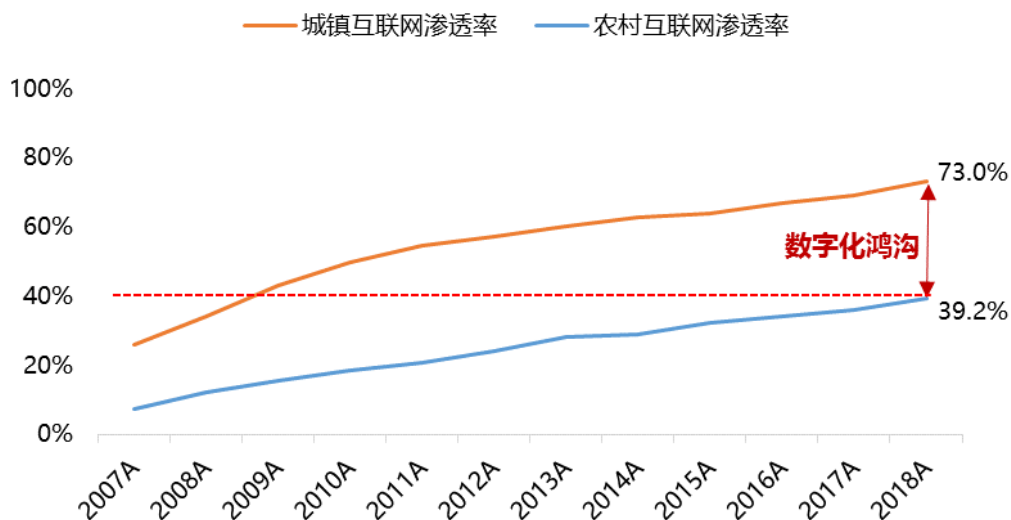


资料来源：CNNIC，天风证券研究所

城乡二元分化形成显著的数字化鸿沟，城镇互联网渗透率向美国追赶，农村渗透率尚低于城镇十年前水平。2018 年中国城镇互联网渗透率达到 73.0%，同比提升 3.8 个百分点，接近美国 2011-2012 年水平；农村互联网用户仅有 2.2 亿，仍有 3.4 亿未触网人口，互联网渗透率为 39.2%，同比提升 3.1 百分点，尚低于城镇在 2009 年的渗透率（43.0%）。城镇与农村的互联网渗透率差距自 2011 年起基本稳定在 32-34 个百分点，城乡二元分化形成显著的数字化鸿沟。

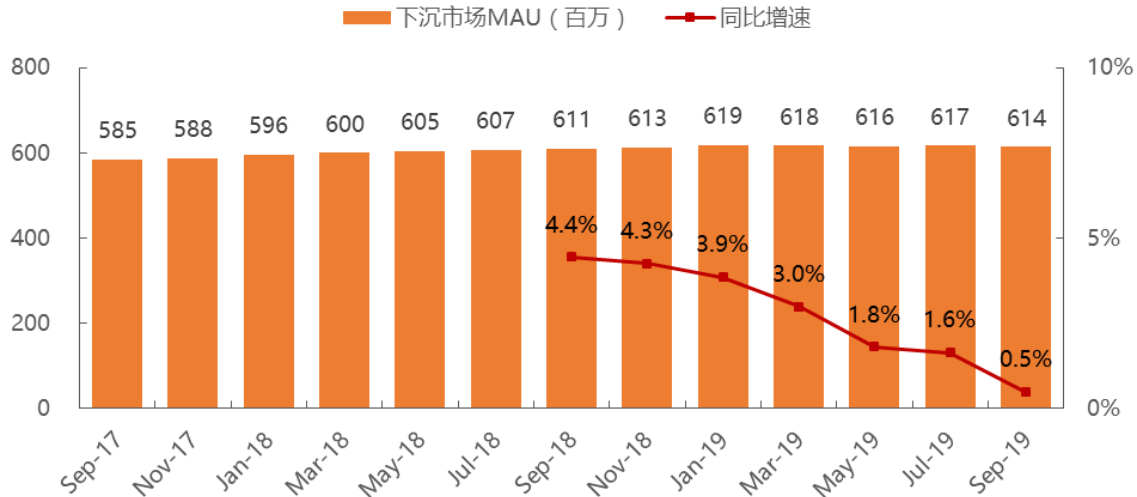
从下沉市场来看，下沉红利已明显减少，互联网用户增长有限。根据 QuestMobile 数据，2019 年下沉市场移动 MAU 几无增长，基本稳定在 6.1 亿-6.2 亿，相比 2018 年新增 MAU 超过 2,000 万，19 年下沉市场流量红利基本消退。

图 22：中国城镇与农村互联网渗透率对比（2007A-2018A）



资料来源：CNNIC，国家统计局，天风证券研究所

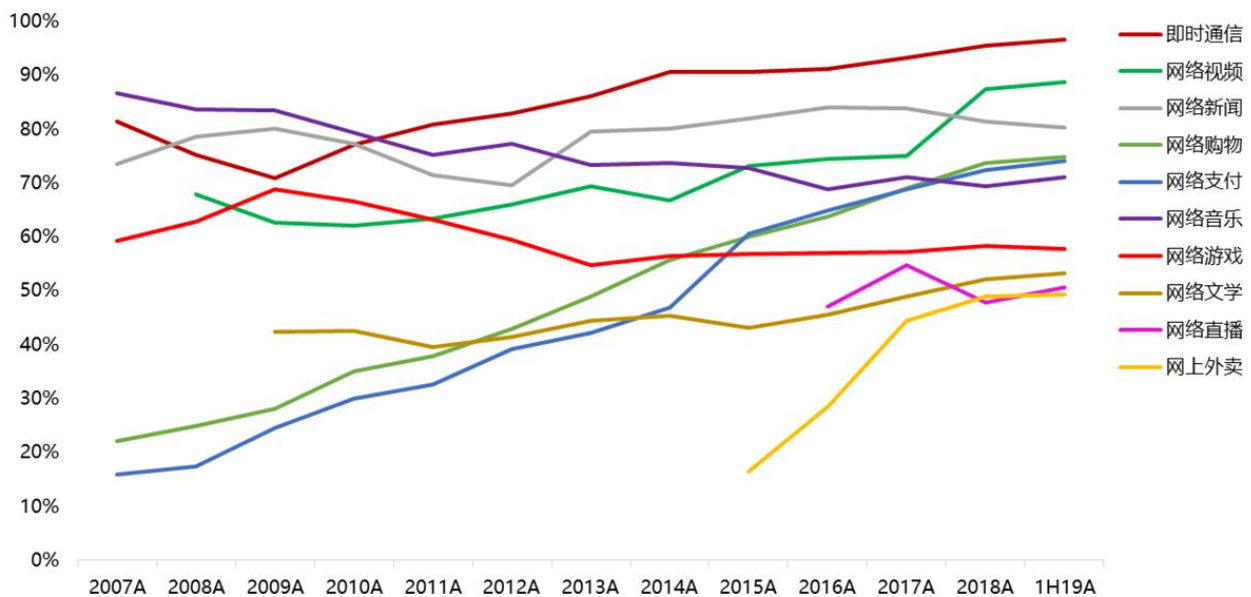
图 23：中国移动互联网下沉市场 MAU 及同比增速（2017M9-2019M9）



资料来源：QuestMobile，天风证券研究所

细分领域来看，视频、网购和外卖是渗透率提升最快的三类应用。根据 CNNIC 数据，即时通信、网络视频和搜索引擎是 2018 年网民使用率最高的三项应用，分别达到 95.6%、87.5%和 82.2%，典型代表产品分别是微信、抖音和百度搜索。而在渗透率 Top12 的互联网细分领域中，渗透率提升最快的三类应用是视频、网购和外卖，分别提升 12.5 百分点、4.6 百分点和 4.5 百分点。其中，网络视频受短视频强劲增长所驱动，18 年超越搜索引擎和网络新闻首次成为 Top2 热门应用；网购受益于拼多多对下沉用户的进一步挖掘，过去两年渗透率累计提升近 10 个百分点；外卖迅猛崛起，过去三年渗透率累计提升 32.5 百分点，截至 2019 年上半年外卖渗透率达到 49.3%。

图 24：中国互联网主要细分领域用户渗透率对比（2007A-2018A，1H19A）



资料来源：CNNIC，天风证券研究所

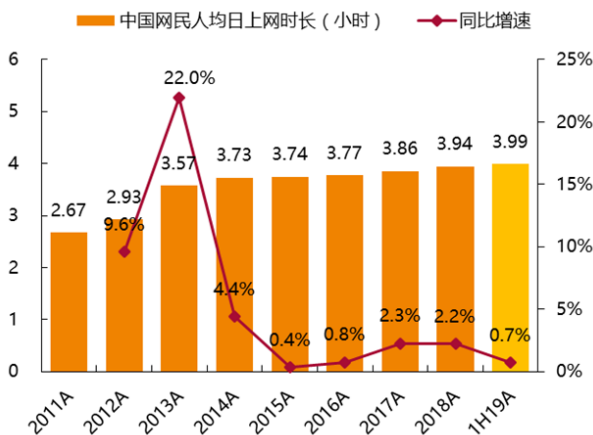
注：网络视频包括短视频。

2.1.2. 时长：互联网人均日时长增至 4 小时，短视频贡献近 2/3 的移动端增量

互联网用户人均使用时长继续提升，但面临饱和的压力。中国互联网用户人均单日使用时长在 2013 年取得同比 22% 的高增长后，2014 年起增长趋于平缓。2018 年互联网用户人均单日时长达到 3.94 小时，同比增长 2.2%，2019 年上半年进一步增长至 3.99 小时/天。

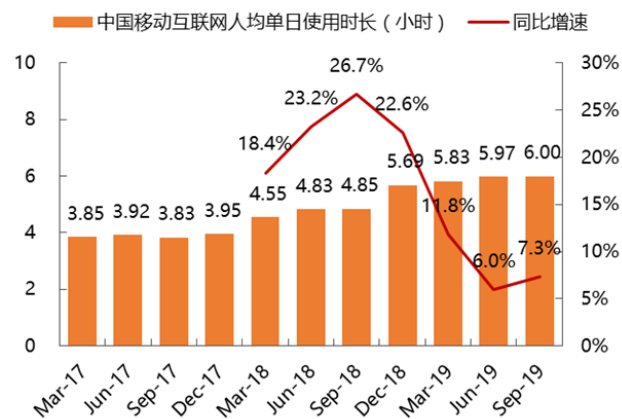
具体看移动互联网的时长趋势，2018 年-2019 年移动互联网人均单日使用时长逐年攀升，从 2017 年的不到 4 小时增长至 2018 年底 5.7 小时，到 2019 年 9 月移动互联网人均单日时长已经达到 6.0 小时。考虑 QuestMobile 的 MAU 定义为设备数，而平均每个移动互联网用户拥有约 1.34 台设备（基于 CNNIC 2019 年 6 月移动网民数据计算），移动互联网实际人均单日时长已达到 8.0 小时，面临饱和的压力。

图 25：中国互联网用户人均单日使用时长及同比增速
(2011A-2018A, 1H19A)



资料来源：CNNIC，天风证券研究所

图 26：中国移动互联网人均单日使用时长及同比增速
(2017M3-2019M9)

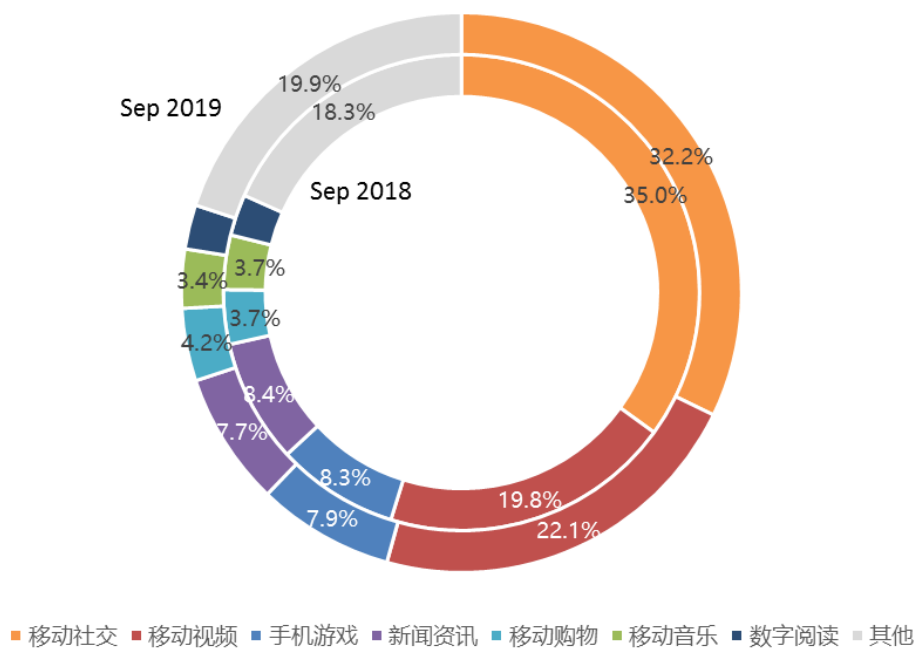


资料来源：QuestMobile，天风证券研究所

短视频贡献了互联网时长的主要增量，同时电商内容化、社交化趋势亦推动时长增长。从互联网时长的细分行业结构来看，根据 QuestMobile 数据，2019 年 9 月互联网主要细分行业中时长占比提升的仅有移动视频和移动购物。其中，移动视频受短视频驱动时长占比提升幅度最大，同比提升 2.3 个百分点至 22.1%；而购物则受益于内容化、社交化带来时长的进一步提升，占到移动互联网时长的 4.2%。

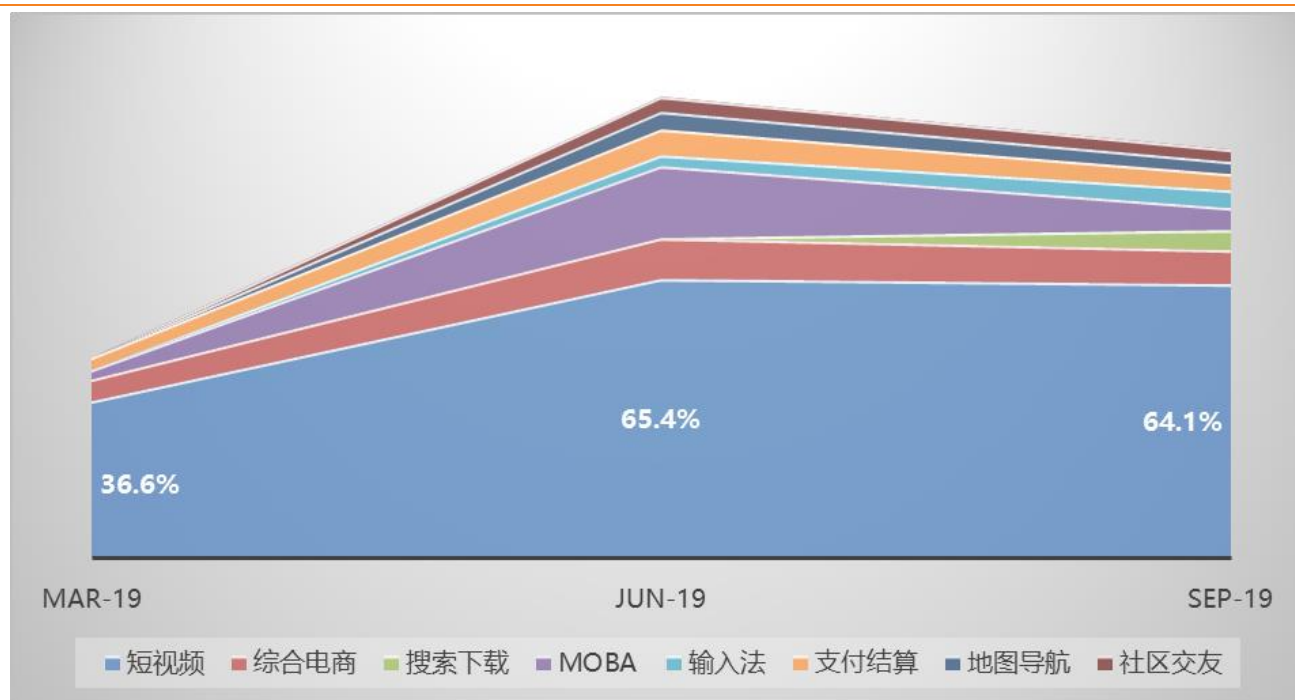
从增量时长的结构来看，短视频贡献了近 2/3 的移动互联网时长新增量，综合电商带来约 8% 的增量时长。根据 QuestMobile 数据，2019 年 9 月移动互联网时长同比增量 Top2 的细分行业为短视频和综合电商，分别占增量时长的 64.1% 和 7.8%，短视频和综合电商合计带来约 72% 的新增时长。

图 27：中国移动互联网细分领域使用时长占比（2018M9 vs. 2019M9）



资料来源：QuestMobile，天风证券研究所

图 28：中国移动互联网用户月度总使用时长同比增量 Top8 细分领域占比（2019M3-2019M9）



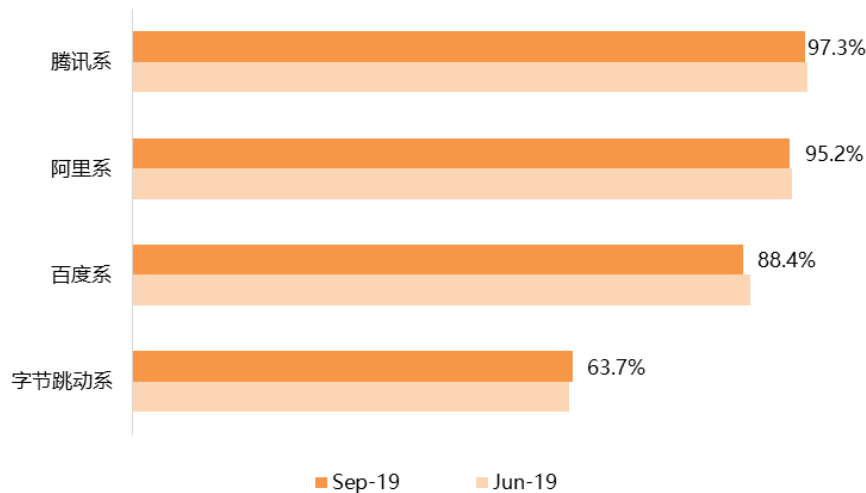
资料来源：QuestMobile，天风证券研究所

2.2. 行业格局：“马太效应”持续，头部集中度继续提升

2.2.1. 流量格局：腾讯和阿里均覆盖超 95%互联网用户，BAT&B 合计占据近 73%移动时长

互联网“马太效应”持续，流量格局高度集中化。BAT 经过二十年的发展已经实现对全网用户的高度覆盖，腾讯围绕社交及泛娱乐核心扩张业务版图，流量优势最为突出，截至 2019 年 9 月已覆盖 97.3%的移动互联网用户；阿里巴巴基于电商业务打造数字经济体，用户覆盖率达到 95.2%，仅次于腾讯；百度通过以搜索为核心的多产品矩阵合计覆盖 88.4%的互联网用户；而字节跳动得益于在新闻资讯和短视频两条细分赛道接连取得成功，同时持续延展多产品矩阵，目前已渗透 63.7%的移动互联网用户，成为又一个流量巨头。

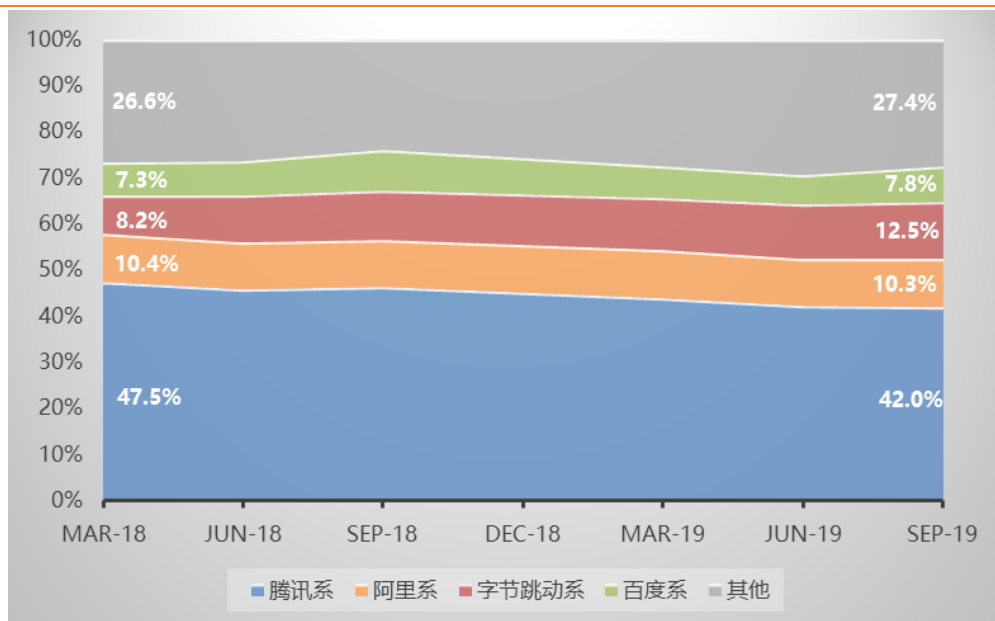
图 29：中国互联网巨头的移动互联网用户覆盖率（2019M6 vs. 2019M9）



资料来源：QuestMobile，天风证券研究所

流量的集中还体现在用户时长的集中化。2019 年 9 月腾讯、阿里巴巴和百度占据中国移动互联网 60.1%的使用时长，相比 2018 年 3 月超过 65%的时长份额有所下降；字节跳动受益于抖音带来的短视频时长增量，2018 年 6 月即赶超阿里，目前时长份额达到 12.5%，仅次于腾讯；BAT&B（ByteDance）四家合计占据 72.6%的移动互联网时长份额。

图 30：中国互联网巨头的移动互联网时长份额（2018M3-2019M3）



资料来源：QuestMobile，天风证券研究所

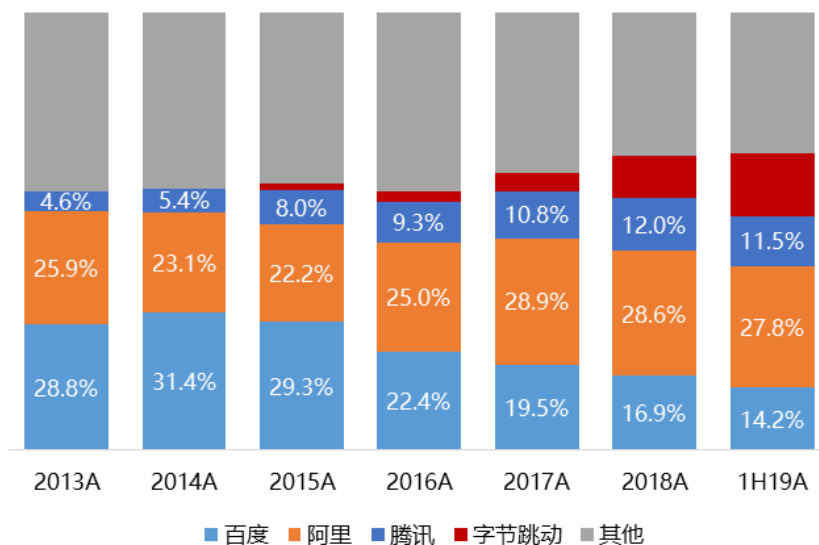
2.2.2. 细分行业格局：广告、游戏、电商市场头部效应明显

依托于流量优势，BAT 已成为所处细分领域的绝对龙头，占据绝大部分的市场份额。而字节跳动凭借今日头条和抖音等现象级产品获取大量用户时长并通过广告进行变现，在互联网广告市场的份额快速提升。

1) 广告市场：字节跳动已然并肩 BAT，CR4 占据近 70% 的市场份额

互联网广告行业随着字节跳动的快速崛起以及百度广告增长相对乏力而面临重新洗牌。2013 年-2017 年 BAT 三家占中国互联网广告的市场份额基本稳定在 59%-60%，到 2018 年随着字节跳动广告收入翻倍式增长，其市场份额节节攀升，向第三位的腾讯追赶。1H19 在广告行业整体面临压力的情况下，字节跳动逆势增长，已然并肩 BAT，与 BAT 合计占据约 70% 的市场份额。

图 31：中国互联网广告市场格局（2013A-2018A，1H19A）



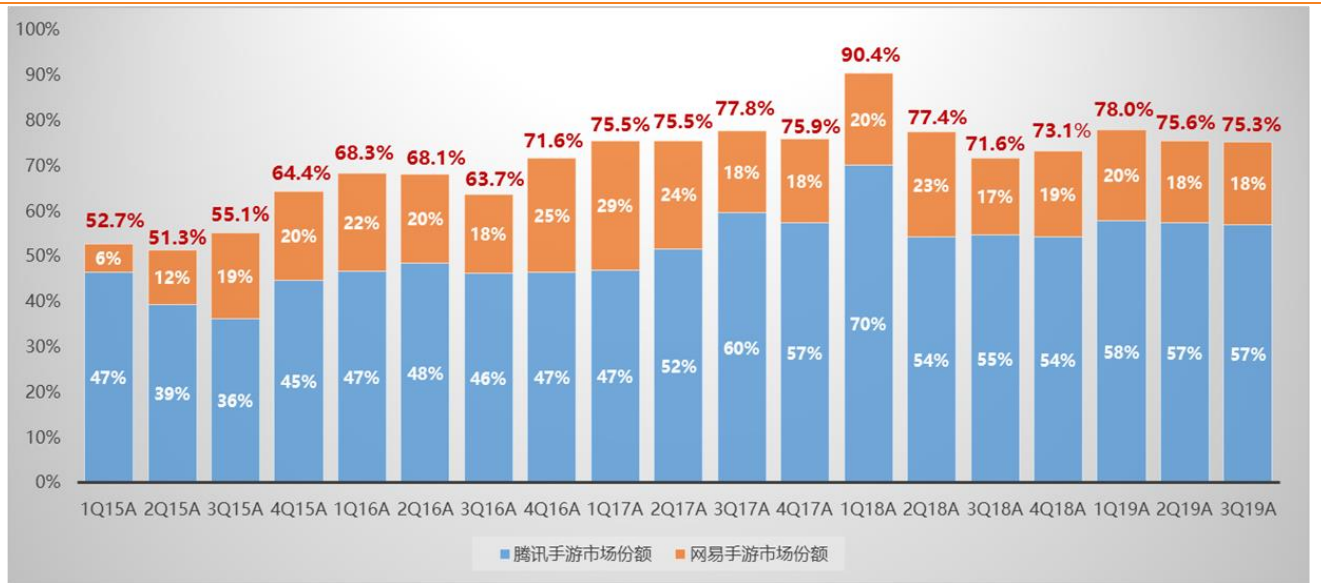
资料来源：公司公告，艾瑞咨询，天风证券研究所

注：阿里巴巴的数据已按照自然年进行对应还原；字节跳动广告收入为估计值。

2) 游戏市场：腾讯网易两家独大，手游 CR2 份额超过 75%

腾讯和网易代表着不同的两类游戏厂商，腾讯自研与发行并重，在国内拥有社交网络等赋予的独有的渠道优势，而网易注重精品化研发，擅长产品的长线运营，两家合计占据中国游戏行业的绝大部分江山。从手游市场来看，腾讯和网易两家的合计市场份额自 2017 年起基本稳定在 75%-80% 之间（个别季度受产品供给及爆款出现等因素影响有所波动），3Q19 手游 CR2 市场份额为 75.3%，其中腾讯一家占据整体手游市场的 57%。从 PC 游戏市场来看，腾讯和网易的市场份额除 2014 年出现下滑外，整体处于持续提升态势，1H19 CR2 市场份额达到 83.7%，相较 2018 年提升 2.1 个百分点。

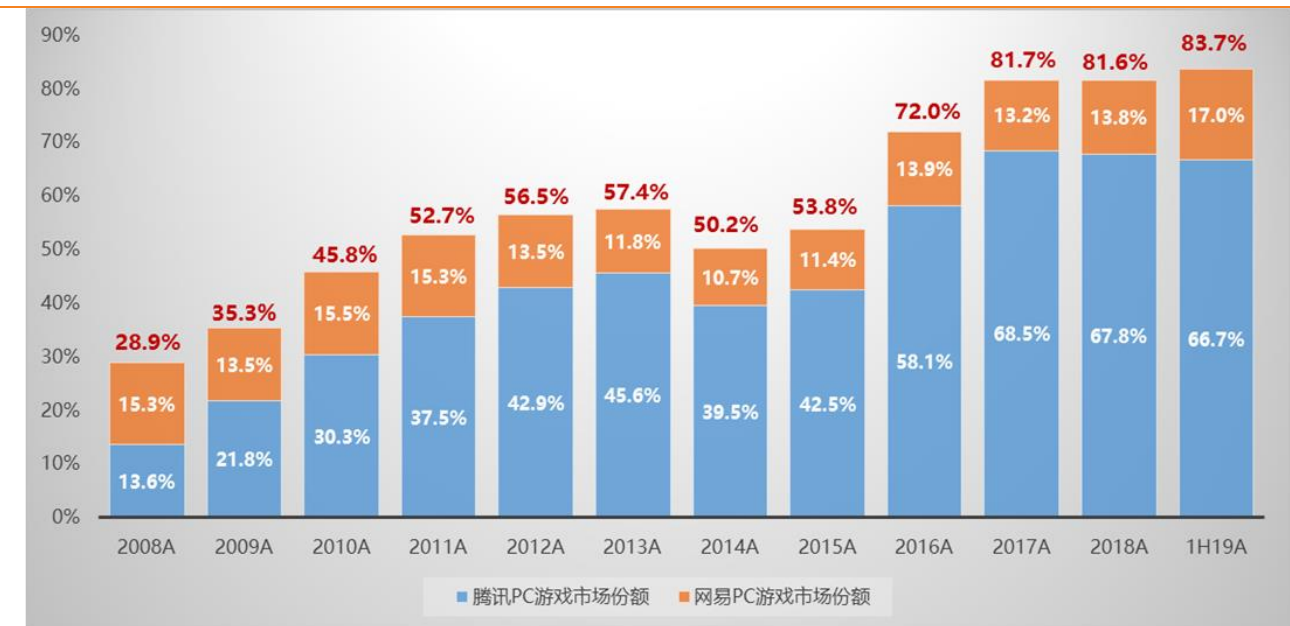
图 32：中国手游 CR2 市场份额（1Q15A-3Q19A）



资料来源：公司公告，伽马数据，天风证券研究所

注：网易自 3Q18 起剔除海外部分，腾讯自 3Q19 起剔除海外部分。

图 33：中国 PC 游戏 CR2 市场份额（2008A-2018A，1H19A）

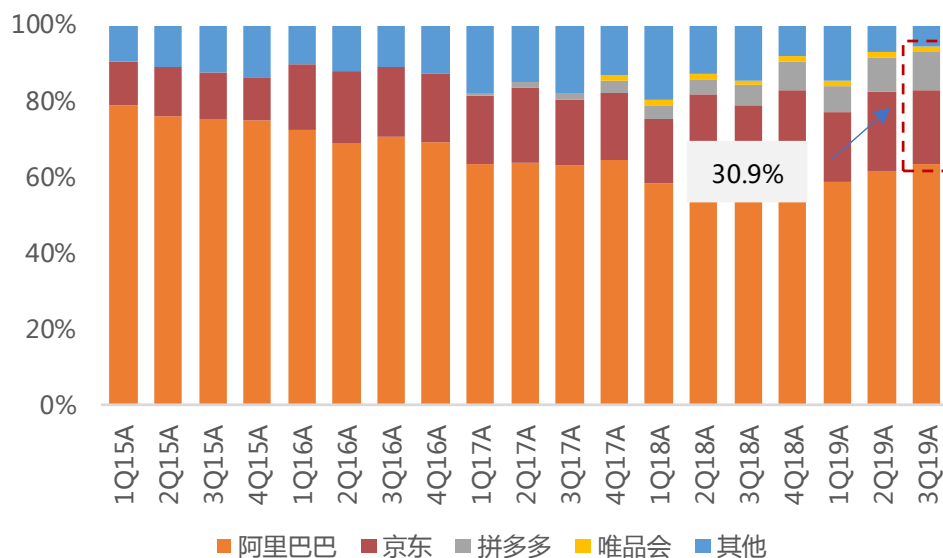


资料来源：公司公告，伽马数据，天风证券研究所

3) 电商市场：阿里独占鳌头，拼多多崛起带动腾讯系份额升至 31%，CR3 份额达 93%

电商行业的头部效应明显，行业集中度进一步提升。2018 年电商行业 CR2（阿里和京东）的市场份额为 80.1%，其中阿里巴巴占据绝对领先地位，市场份额达 61.5%。随着拼多多迅猛增长，3Q19 CR3（阿里、京东和拼多多）市场份额达到 93.0%，长尾平台空间进一步被挤压。值得注意的是，腾讯系的京东（19.7%）、拼多多（10.0%）和唯品会三家合计份额已经达到 30.9%，同比提升 6.3 个百分点，接近阿里（63.4%）的一半份额，腾讯系电商平台的追赶收效明显。

图 34：中国电商行业市场格局（1Q15A-3Q19A）



资料来源：公司公告，国家统计局，天风证券研究所

注：市场份额按照 GMV 计算；阿里和京东部分季度 GMV 为估计值。

2.3. 未来空间在哪？私域流量价值挖掘孕育新机，产业数字化打开万亿空间

2.3.1. 私域流量：流量资产化沉淀孕育新机，典型代表如微信生态、快手“老铁经济”

在互联网 C 端流量红利消退、获客成本日益上涨的背景下，私域流量的沉淀与转化带来新的机会。私域流量是指由品牌、商家或个人（头部 KOL、中长尾 KOC）自主拥有，可反复多次、随时触达的流量，且无需额外支付成本（相比之下，公域流量的额外倾斜通常需要付费且多为一次性导流），是对传统流量获取与交互方式的重构，实现流量的私域化、资产化沉淀，降低对平台的流量依赖，提高流量效率。常见的私域流量运营方式包括公众号/商家号、社群、官方/个人社交账号（如微博）等。

流量私域化的基础一般是用户（流量）与品牌、商家或达人建立的信任关系，因此私域流量具有高粘性、高转化、高复购等特点。通过将公域流量转化沉淀为私域流量，流量价值的天花板得到进一步抬高。典型代表如微信生态（包括公众号+小程序、企业微信）、快手“老铁经济”以及淘宝直播等，商家和达人通过产品/服务或内容筛选并持续吸引，进而沉淀自有的流量资产，再通过直播、电商、广告等模式进行变现。

图 35：微信生态构建私域流量的电商 SaaS 解决方案



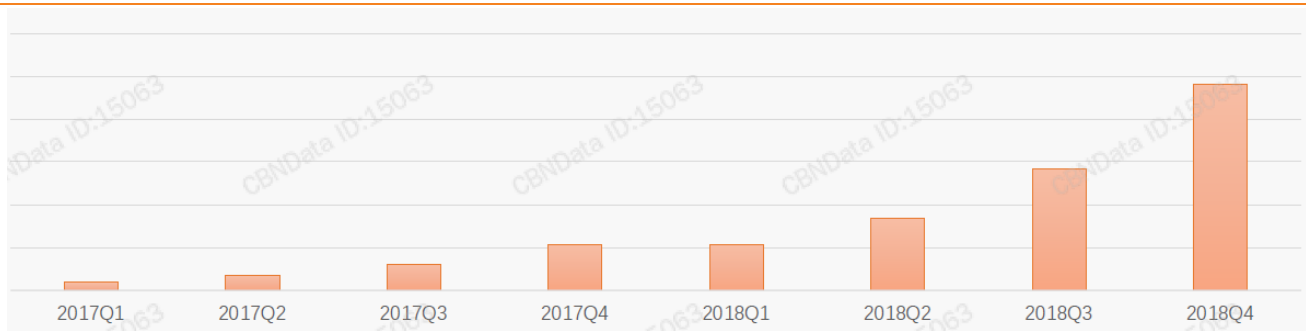
资料来源：微信官方公众号，天风证券研究所

图 36：快手“磁力引擎”打通公域流量与私域流量运营



资料来源：快手官网，天风证券研究所

图 37：淘宝直播带货交易规模（1Q17A-4Q18A）

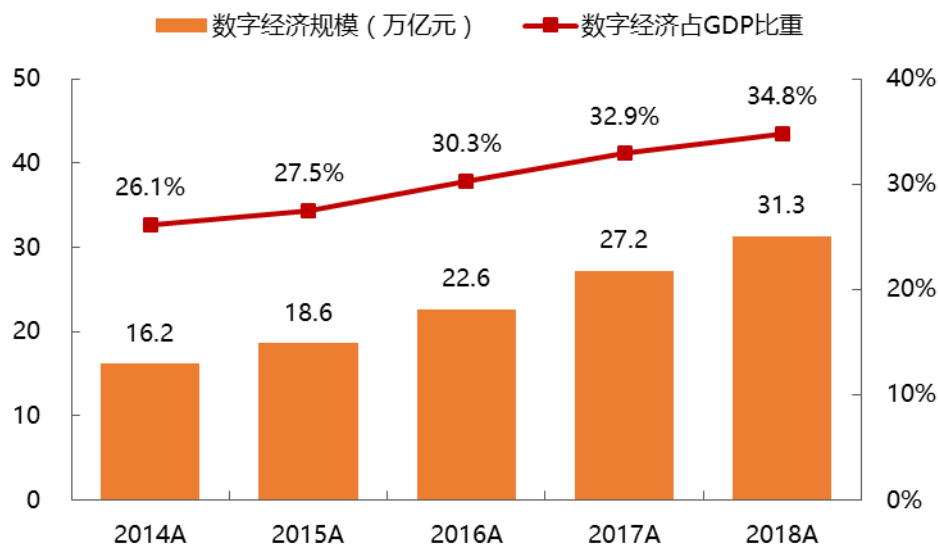


资料来源：CBNData，天风证券研究所

2.3.2. 产业数字化：创新红利驱动数字化升级，产业互联网打开万亿空间

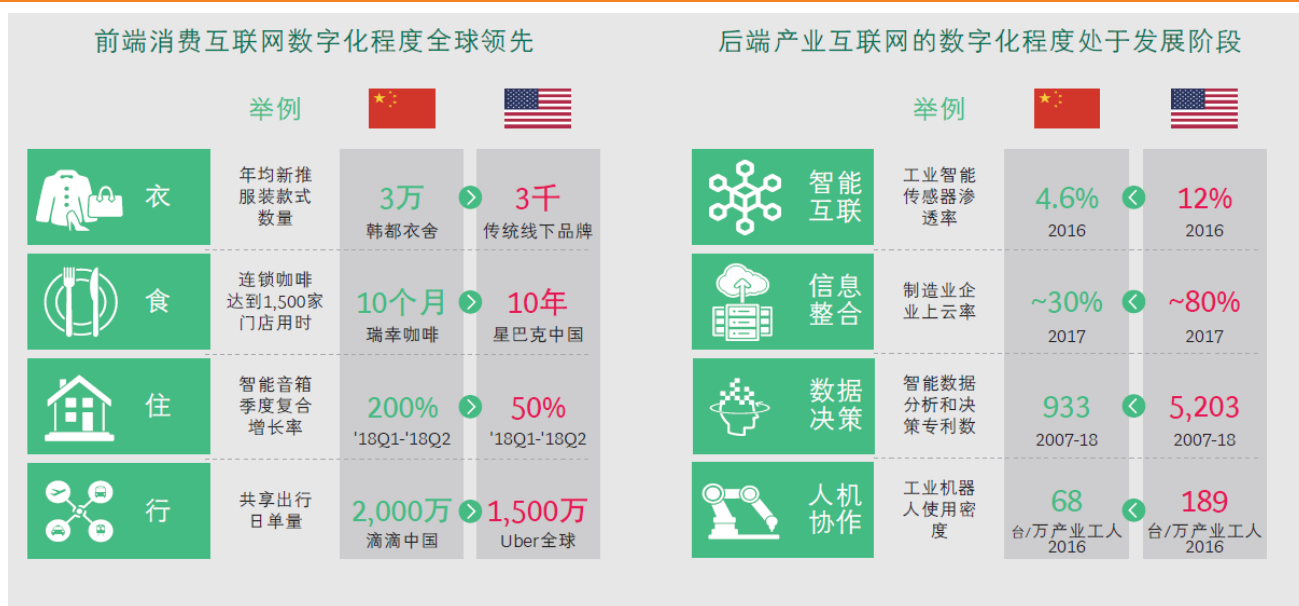
中国数字经济占比超三分之一，产业数字化升级仍待深化。根据网信办的报告，2018 年中国数字经济规模已经达到 31.3 万亿元，占 GDP 的比重达到 34.8%，数字化进程持续推进。具体看消费端与产业端，中国的消费互联网目前已经高度发达，数字化程度全球领先，但产业端的数字化、智能化仍处于较初期的阶段，相较美国存在明显差距，且各行业普遍存在数字化鸿沟，即率先实施数字化转型的领军企业已与行业整体拉开较大差距，实现更快速增长（根据腾讯研究院，数字化转型领军企业过去三年收入复合增速是其他企业的 5.5 倍）。未来基于创新红利驱动的产业数字化升级将为互联网行业带来更大的发展空间。

图 38：中国数字经济规模及占 GDP 比重（2014A-2018A）



资料来源：中国信息通信研究院，网信办，天风证券研究所

图 39：中国消费互联网和产业互联网数字化程度与美国对比



资料来源：BCG & 阿里研究院 & 百度发展研究中心（2019年1月），天风证券研究所

以阿里、腾讯为代表的互联网巨头持续加大产业互联网投入，有望加快产业数字化进程。阿里巴巴基于电商、零售等业务领域的丰富 B 端服务经验和技术沉淀，构建阿里商业操作系统，并对外输出数字化能力。而腾讯立足 C 端的经验积累与优势，以 C2B 模式发展产业互联网，帮助企业实现生产制造与消费服务的价值链打通。在互联网巨头的技术、数据等全面赋能下，产业数字化升级有望进一步加快。

图 40：阿里巴巴商业操作系统与数字经济体



资料来源：阿里巴巴公司公告，天风证券研究所

图 41：腾讯产业互联网生态平台



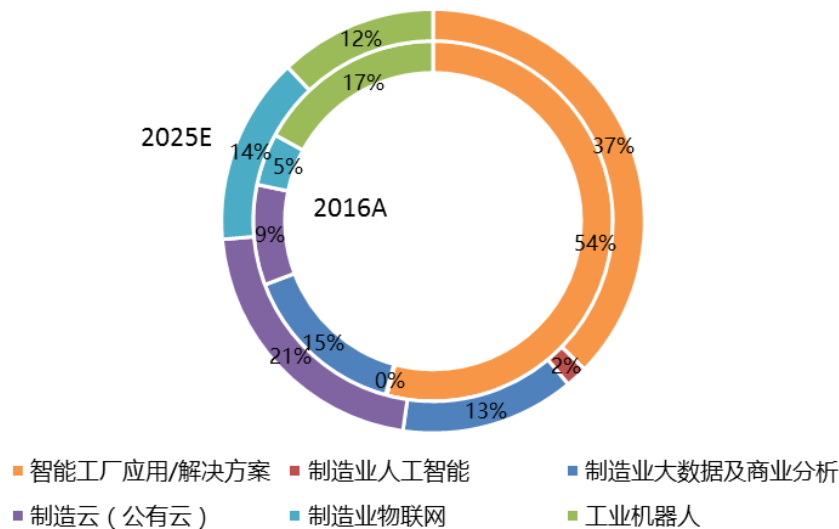
资料来源：腾讯研究院，天风证券研究所

智能制造有望成为重要增长点。智能制造是产业互联网对生产领域的改造和升级，基于云

计算、人工智能、大数据等数字化技术，对生产制造环节进行数字化、智能化升级，提升生产效率，降低成本。典型模式如 C2M，通过数字化技术缩短生产者与消费者之间的链条，将需求侧洞察传递给供给侧以指导生产，即基于确定的需求进行反向定制，实现更加柔性、高效、定制化的生产，提高供需匹配效率，从而大幅减少库存。

根据 BCG 和阿里研究院，中国制造业的数字化目前在智能互联、信息整合、数据决策以及人机协作等方面仍有较大发展空间。未来随着生产制造环节的全面数字化、智能化，智能制造行业规模有望大幅增长，且产业链生态将更加丰富。根据腾讯研究院，预计到 2025 年智能制造产业规模将达到 7,200 亿美元，相比 2016 年为 1,200 亿美元，复合年均增长率超过 25%，其中制造云、制造业物联网等细分领域占比将明显提升，利好具备相应技术能力储备的头部公司。

图 42：中国智能制造产业结构变化趋势（2016A vs. 2025E）



资料来源：腾讯研究院，天风证券研究所

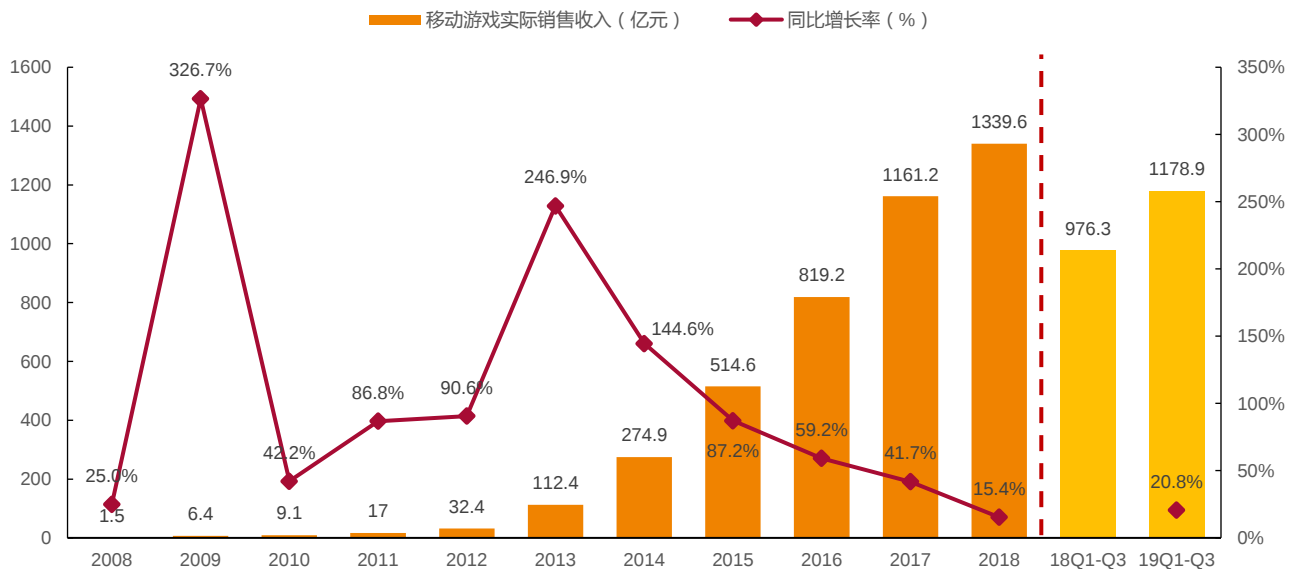
3. 游戏：行业增速回暖，云游戏未来可期

3.1. 游戏行业整体情况

3.1.1. 19 年手游市场增速回暖，流量 2.0 时代 ARPU 值驱动强调研发重要性

游戏行业属于供给驱动型行业，随着 2019 年版号发放正常化，游戏供应内容增加，手游市场增速回暖。2019 年前三季度实现移动游戏实际销售收入 1178.9 亿元，同比增长 20.8%。2018 年增速较低主要受版号限制和前期基数较高影响。板块龙头公司手游业务有望保持 20% 的增长，我们认为目前板块整体正处于高增长低估值位置，期待明年估值切换及低估值修复。

图 43：2008-2019 年前三季度中国移动游戏市场实际销售收入及同比情况

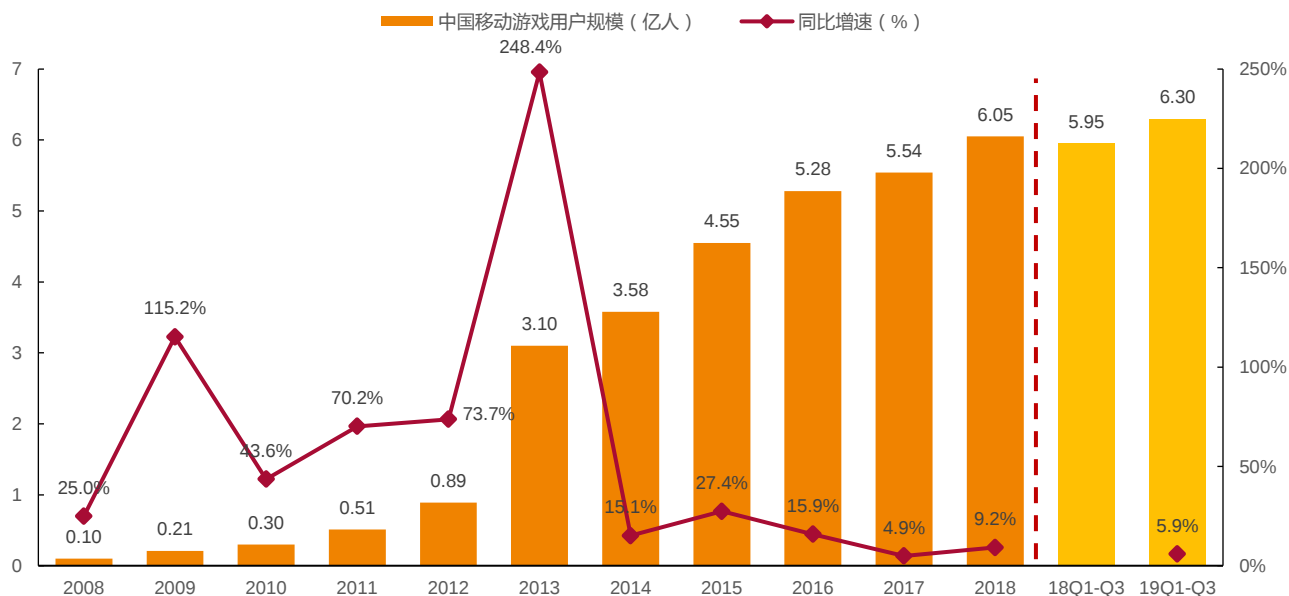


资料来源：游戏工委(GPC)、天风证券研究所

流量 2.0 时代人口红利后周期，用户规模增长缓慢。2019 年三季度中国移动游戏用户规模达 6.3 亿人，较 2018 年三季度增长 3500 万人，同比增长 5.9%，用户规模增速趋缓，表现出移动游戏用户数量已趋于饱和，人口红利趋尽，流量 1.0 时代依靠用户规模驱动收入的逻辑需要转变。

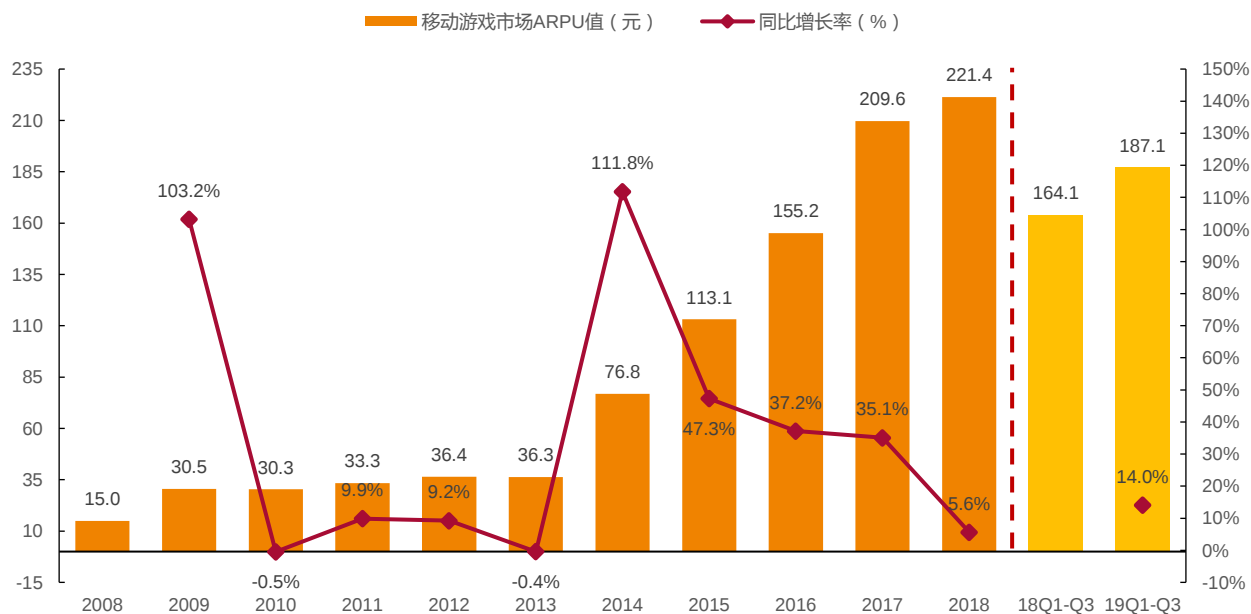
游戏市场人口红利趋尽，培养用户付费习惯，依靠 ARPU 值提升带动行业增速回暖，研发重要性再度提升。2019 年前三季度中国移动游戏市场 ARPU 值为 187.1 元，同比增长 14.0%，保持两位数增长率，说明现阶段 ARPU 值增长是促进移动游戏市场增长的主要动力，游戏公司研发投入的重要性再度提升。

图 44：2008-2019Q1-Q3 中国移动游戏用户规模及同比增速



资料来源：游戏工委(GPC)、天风证券研究所

图 45：2008-2019Q1-Q3 中国移动游戏市场 ARPU 值及同比增速



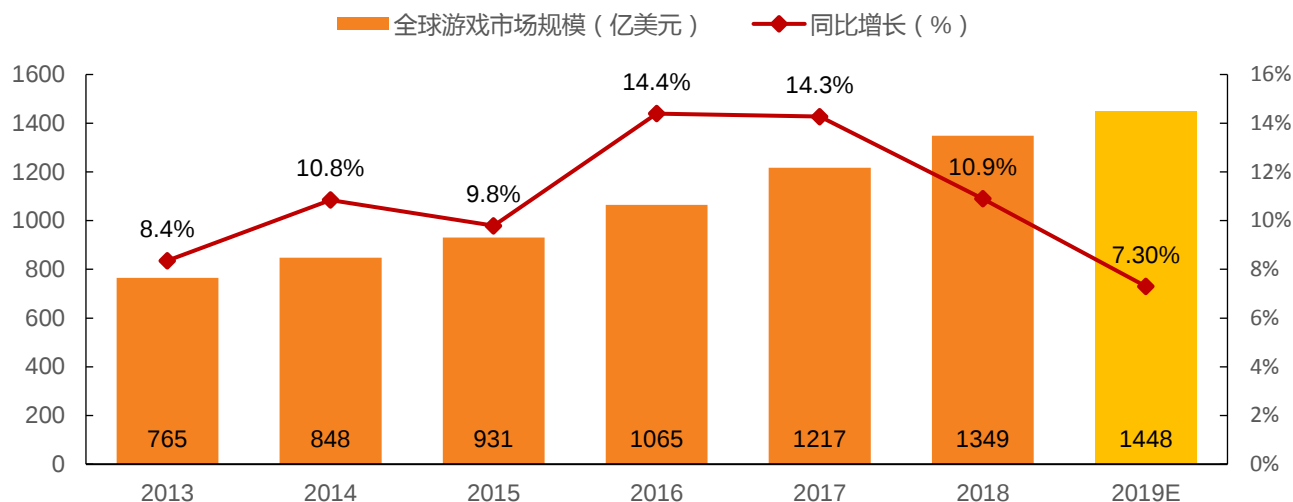
资料来源：游戏工委(GPC)、天风证券研究所

3.1.2. 全球游戏市场空间广阔，游戏出海值得重视

根据 Newzoo 最新数据，2019 年全球游戏市场规模预计为 1448 亿美元，同比增长 7.2%。2019 年中国游戏市场规模预计为 365 亿美元，占全球游戏市场比例为 25.5%，海外游戏市场潜在空间广阔。

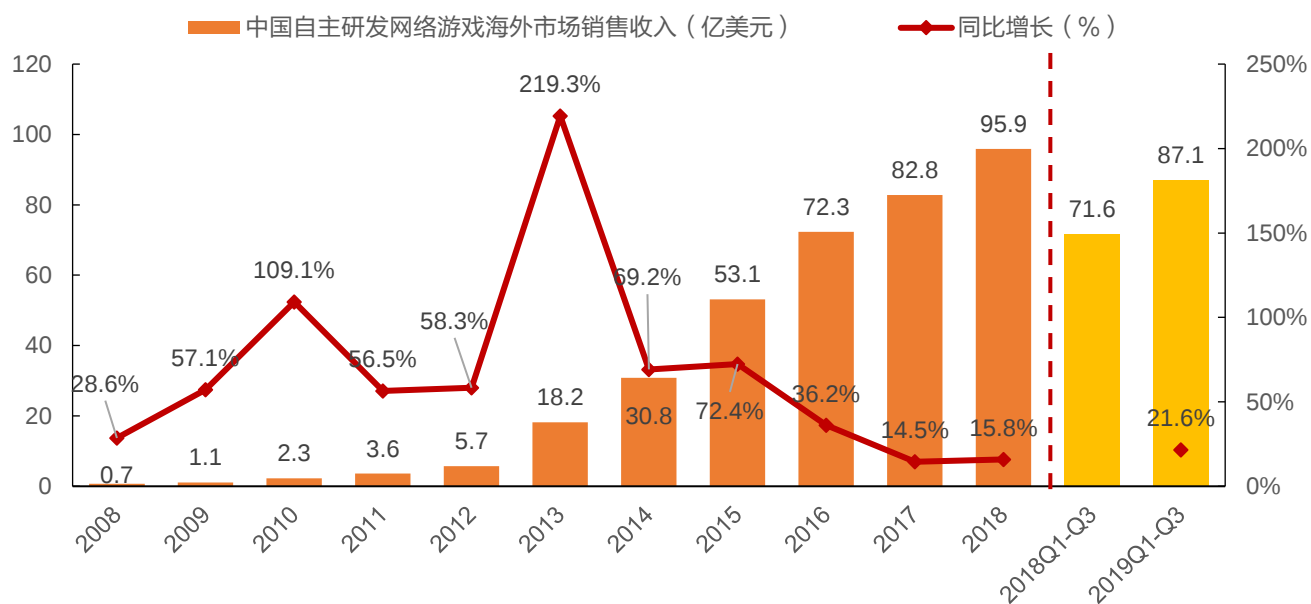
根据《2019 年 Q3 中国游戏产业报告》，中国 2019 年第三季度自主研发游戏海外市场实际销售收入为 87.1 亿元，同比增长 21.6%。中国游戏出海表现亮眼，保持两位数增速，高于中国与全球游戏行业增速。

图 46：2013-2019 年全球游戏市场规模及增速



资料来源：Newzoo、天风证券研究所

图 47：2008-2019 年前三季度中国自主研发游戏海外市场销售收入



资料来源：GPC、CNG《2019 年 Q3 中国游戏产业报告》、天风证券研究所

3.1.3. 政策压力已基本释放，版号发放正常化，未成年人防沉迷规范已落地

2019 年 8 月，中宣部出版局局长郭义强发表“坚持守正创新，担当文化使命，推动中国数字内容产业繁荣发展”发言。强调放松游戏版号管控和注重 5G 应用下云游戏的发展。对游戏行业的监管政策一脉相承：对行业进行产能改革、供给侧改革，加强上线审核；鼓励游戏出海和文化创新。

表 5：监管领导发言对比

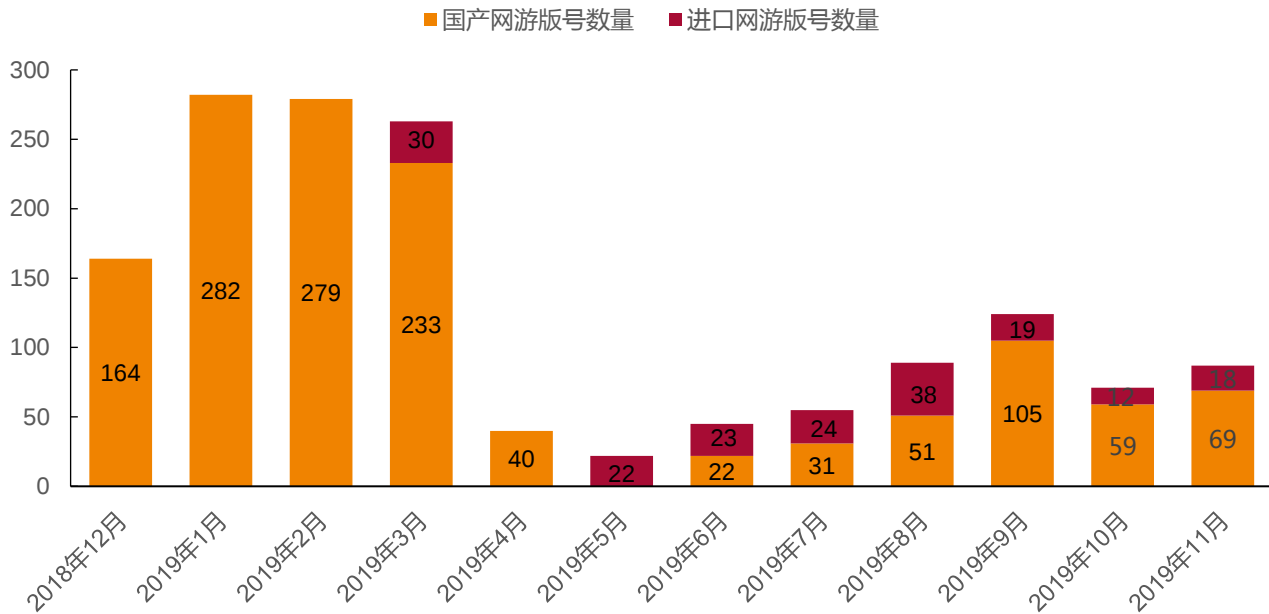
发言时间	2018 年 12 月	2019 年 8 月
发言题目	担当文化使命，履行社会责任，共创中国网络游戏产业美好未来	坚持守正创新，担当文化使命，推动中国数字内容产业繁荣发展
发言领导	中宣部出版局副局长冯士新	中宣部出版局局长郭义强

习总书记的要求	做好新形势下宣传思想工作，必须以新时代中国特色社会主义思想为指导，增强“四个意识”、坚定“四个自信”，自觉承担起举旗帜、聚民心、育新人、兴文化、展形象的使命任务。网络游戏行业作为重要思想文化阵地，要切实贯彻落实中央要求，深入正本清源，着力守正创新，更好地服务大局、服务人民、服务经济社会发展。	数字内容产业作为新兴的文化产业，要坚持以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，深入学习贯彻习近平总书记关于宣传思想工作的重要指示精神，增强“四个意识”，坚定“四个自信”，做到“两个维护”，努力创作无愧于时代、无愧于人民、无愧于民族的优秀作品，为繁荣发展社会主义文化事业、建设社会主义文化强国作出贡献。
行业发展现状	网络游戏已成为网络内容产业的重要版块，大众文化娱乐的重要方式，在促进我国互联网经济发展、激发文化创新创造活力、满足群众精神文化需求方面发挥了重要作用。	数字内容产业持续稳定发展，产业实力不断增强，社会影响力不断提高。 2018年，中国游戏市场实际销售收入达2144亿元，重点网络文学网站营业收入342亿元。19H1数字内容产业继续稳步向好，游戏市场实际销售收入1140亿元，同比增长8.6%，行业发展信心明显增强； 不少企业加大研发投入，着力打造精品，努力实现网络技术和优质内容的有机统一，高质量发展方向逐渐明晰；业界更加重视社会效益，积极回应社会关切，加强内容自审把关，社会责任意识有所提升。
现存问题	原创能力不足、文化内涵缺失、价值导向偏差、社会责任落实不到位等问题	创新能力不够、 内容质量不高 、文化内涵不足、 精品力作不多 、社会责任感不强等突出问题
意见	更好地担负文化使命： 我们将加大指导支持力度，着力推出一批具有中国风格、中国气派、展现新时代新气象的原创游戏精品，向新中国70华诞献礼。在加强精品生产的同时，我们将对社会反映强烈的涉黄涉赌涉暴、任意篡改历史、调侃英雄先烈、传播错误价值导向的游戏予以整治，坚决纠正创作生产中的不良倾向。	始终坚持正确导向： 今年以来，国家新闻出版署加强审批管理，强化内容审核，对社会反映强烈的棋牌、捕鱼等涉赌游戏以及宫斗、官场等题材游戏进行严控，坚决纠正创作生产中的不良倾向。同时，采取措施鼓励支持企业出版运营价值导向正确、文化内涵丰厚、寓教于乐的游戏作品，形成导向清晰、标准明确、严谨规范的审批机制。下半年我们还将 加大游戏事中事后监管，加强对已上线游戏的动态监控，严肃处理运营中擅自增加不良内容等问题。
	加快产业转型升级： 在审批监管中，我们将实施宏观调控、精准调控，推动游戏产业走高质量发展之路。针对产业发展中暴露出的过度逐利、侵权抄袭、消费欺诈等突出问题，我们将加快制定专门规范，探索建立信用档案，严格规范市场竞争秩序，有效保护创新创造，确保市场环境公平有序、风清气正。	始终坚持高质量发展： 今年国家新闻出版署明确提出总量控制、精准调控的要求，就是要鼓励优秀、遏制平庸、淘汰低劣，推动转型升级，让精品生产成为全行业的共同追求。我们还将 开展游戏精品评选推荐活动，每年推选一批弘扬主旋律、传递正能量、寓教于乐的优秀游戏作品，加大对优秀产品的推介扶持， 充分发挥引领示范作用，推动多出精品力作，更好满足广大群众精神文化需要。
	更好地履行社会责任： 针对社会反映强烈的青少年沉迷网络游戏和过度消费等问题，我们将出台制度措施加以严格规范约束。需要特别强调的是，头部企业、头部产品用户多、影响大，更要带好头，严格自律，发挥好示范引领作用，用实际行动赢得社会认可和尊重，为行业发展营造良好的舆论氛围和外部环境。	始终坚持把社会效益放在首位： 目前我们正在 制定防止青少年沉迷网络游戏的办法，对账号实名注册制度、未成年人使用网络游戏时段时长、向未成年人提供付费服务、探索实施适龄提示制度等作出明确要求。 有关措施出台后，游戏企业和平台运营商要不折不扣抓落实，坚决遏制青少年沉迷游戏问题，积极回应和解决社会关切。
	推动优秀游戏海外传播： 我们将加大指导力度，支持中国游戏企业与原创游戏精品更好地走出去，提高中国游戏的国际影响力，把中国游戏打造成对外文化交流的响亮品牌。	始终坚持创新创造： 今年我国下发5G商业牌照，目前一些游戏企业已经开展5G云游戏的服务。5G游戏云端运行、无需下载、即点即玩等新特点，可能会对游戏生态产生重大影响，希望行业密切关注，积极探索，让新技术新应用助力行业转型升级。 要积极推动“走出去”，开辟新市场，让更多具有中国精神、中国风格、中国气派的产品走向国门、走向世界。19H1中国自主研发游戏海外市场销售收入超过55亿美元，同比增长20.2%， 继续保持强劲发展势头。希望企业加强国外市场需求分析，加强产品研发，加强市场推广，以优质的产品和服务赢得国外受众，推动更多中国网络文化精品更好地走出去，增强中华文化影响力传播力。
总结：19年8月郭义强的发言与去年的发言一脉相承，强调守正创新，为解决创新不足、内容不精、社会责任感不强等问题，在习总书记的思想指导下，提出坚持正确导向、坚持高质量发展、坚持把社会效益放在首位、坚持创新创造的发展意见，分别与去年的四点意见遥相呼应，但今年新增亮点为5G应用和云游戏，值得市场关注。		

资料来源：广电总局网站、天风证券研究所

版号审批周期发生变化，节奏趋于正常化：2018年12月至2019年3月，游戏版号每月的审批量在160-300之间不等，从2019年4月起，游戏版号每月的审批量都控制在20-120的范围内，变化的原因是由于中国的游戏监管审核部门由广电总局变为中宣部出版局，版号审批节奏变慢，审批周期拉长，但是版号发放节奏趋于正常化。

图 48：2018 年 12 月-2019 年 11 月国产网游版号及进口网游版号数量



资料来源：国家广电总局、天风证券研究所

2019 年 10 月 21 日，提请十三届全国人大常委会审议的未成年人保护法（修订草案）新增“网络保护”专章，其中规定，对未成年人使用网络游戏实行时间管理，具体办法由国务院规定。草案对网络保护的理念、网络环境管理、相关企业责任、网络信息管理、个人网络信息保护、网络沉迷防治等作出全面规范，力图实现对未成年人的线上线下全方位保护。

近两年网络游戏的未成年人保护一直是行业核心议题。目前头部游戏（腾讯网易）防沉迷系统已经成熟。2019 年 10 月 20 日腾讯首席运营官任宇昕指出，健康系统已经覆盖了腾讯游戏超过 97.3% 的活跃用户，对未成年人的游戏时长和游戏消费有明显的控制作用。

未成年人群体付费能力有限，已执行的游戏保护体系对未成年人游戏时长控制效果显著，但未对游戏流水及收入产生较大影响。A 股游戏公司的重度游戏产品不是针对未成年人消费群体的，业绩影响有限。

- 未成年人群体占比较大的《王者荣耀》（≤15 岁玩家占比 11.1%）等游戏在未成年人保护措施上线后流水也未产生较大影响，19 年 2 月 28 日腾讯透露，《王者荣耀》12 岁及 12 岁以下未成年用户平均游戏时长相比启动公安实名校验前下降 59.8%，12 岁以上未成年用户平均游戏时长下降 40.3%，而 19 年 2 月《王者荣耀》依然获得高流水，可见即使未成年人游戏时长得以控制，但对流水收入其实影响相对有限。
- 在最早 17 年腾讯开始启动未成年人保护、推出防沉迷之前，TalkingData 推出《王者荣耀热点报告》显示：学生用户在总用户群中占比为 24.5%，而在 24.5% 的学生用户中，大学生占比高达 21.8%，中小学生只有 2.7%。从付费率对比来看，学生族付费率为 18.9%，上班族付费占比为 21.8%，学生族付费占王者荣耀整体付费比例仅为 2% 左右。经过 2 年多的保护体系推出铺垫，目前付费比例应该更低，立法影响更小。

表 6：《问道》、《一刀传世》各年龄阶段用户占比

年龄阶段	《问道》	《一刀传世》
≤15	1.66%	5.47%
16-25	53.32%	32.03%
26-35	38.93%	46.48%
36-45	3.14%	7.03%
≥46	2.95%	8.98%

资料来源：极光大数据、天风证券研究所

3.1.4. 腾讯网易双巨头领先，A 股公司与腾讯合作迎新发展机会

手游市场竞争格局方面，腾讯网易仍然占据手游市场较大份额。2019 年 Q3 腾讯手游市场占比达 58.3%，网易手游市场占比达 19.6%，竞争激烈。掌趣与腾讯合作的产品流水及生命周期均有不错的表现。此外，腾讯作为掌趣的股东和长期合作伙伴，持有掌趣 2% 的股权，认可掌趣的研发实力。

11 月 21 日，腾讯游戏将正式启用全新的品牌主张：“去发现，无限可能”（Spark More），不仅寓意游戏可以出发每一个快乐瞬间，鼓舞人与人之间的链接，点亮激情与灵感的火花，也代表着腾讯游戏期待汇集用户、合作伙伴和整个社会的力量，一起发现游戏在文化传承、社会价值、工艺责任、科技创新、文化出海等方面更多的可能。

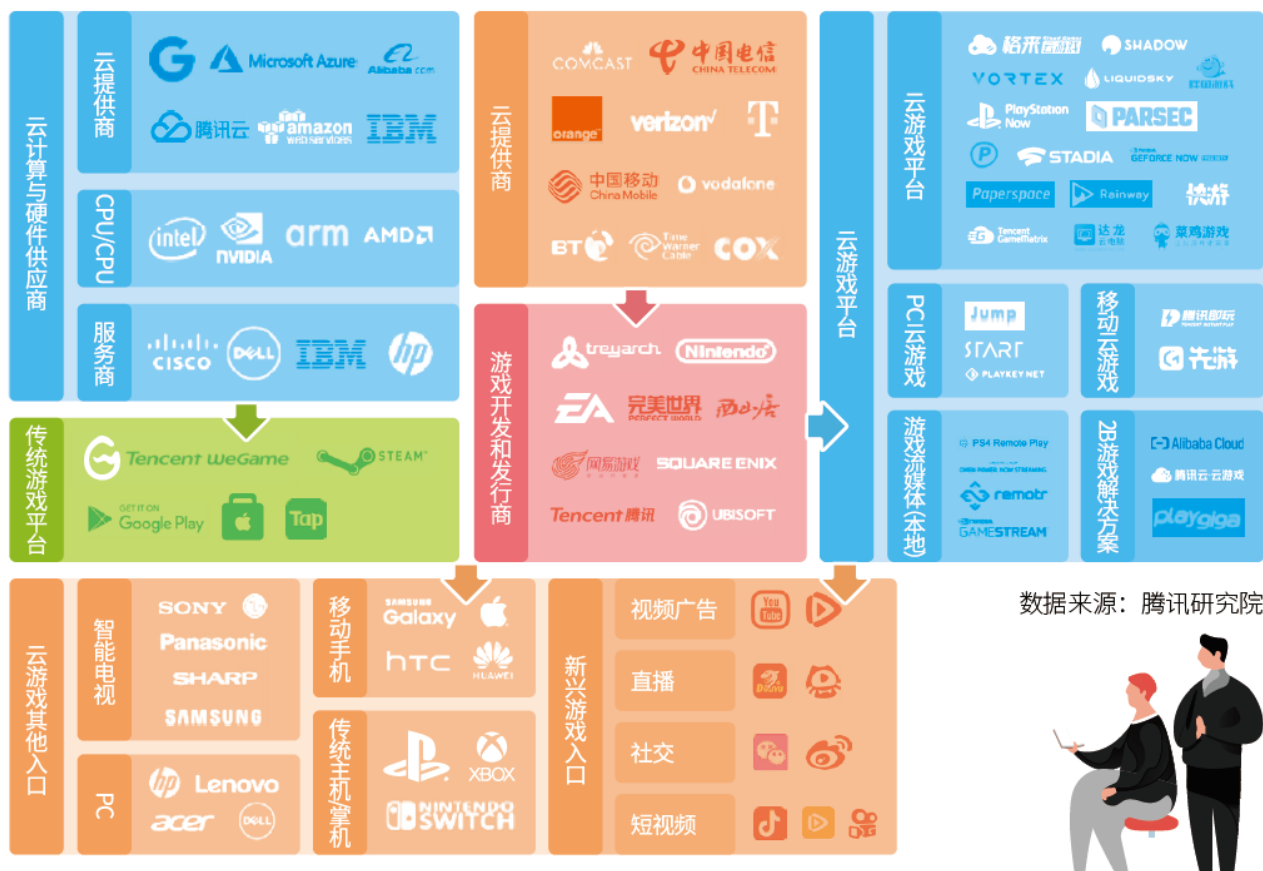
- 在新文创战略下，腾讯游戏力求打造文化精品，也携手故宫博物院、敦煌研究院、昆曲越剧艺术家等多方进行深度合作，让游戏成为传承和弘扬优秀文化、推动中国文化走出去的新型载体。
- 在游戏的社会价值探索方面，腾讯游戏追梦计划推出《见》《长空暗影》《故宫：口袋宫匠》《家国梦》等在内的 19 款功能性游戏，题材涵盖文化、科技、教育、公益等众多领域，将游戏与行业场景进行跨界融合，致力于让游戏成为传承交流文化、激发培养人才、传递健康价值观的载体。
- 腾讯游戏也一直注重未成年人保护问题，2017 年以来，腾讯游戏相继推出“成长守护平台”、“健康系统”、“少年灯塔主动服务工程”等一系列未成年人保护举措，率先应用“公安实名校验”、“人脸识别验证”等新技术，许多尝试都开创了中国乃至世界游戏行业未有之先例。截至目前，平均每天有 560 万未成年用户会因触发健康系统的时长限制而获得保护。

近年来，腾讯游戏在科技创新方面持续探索，与全球一流的技术、软件厂商包括 Intel、Qualcomm、Unity、ARM 等成立联合实验室，探索 5G、云、AI 技术与游戏碰撞的可能。

3.2. 云游戏未来可期，关注技术变化、市场增量及产业链变化

云游戏（Cloudgaming），是指脱离终端限制，直接在云端服务器运行游戏的一种新形式，特点是免配置、免下载、跨终端。云游戏从 2000 年萌芽，经过了近 20 年的发展，随着技术进步和 5G 逐步落地，其巨大的潜力已逐渐显现，2018 年开始，国内外的头部企业竞相公布云游戏布局，资本的运作也更加频繁。这一波浪潮得益于 GPU、5G、虚拟化等关键性技术的突破。在未来的 3-5 年，云游戏的发展可能会对传统游戏产业产生巨大的影响：固有的产业链面临重构，游戏厂商、发行商和硬件商重新进入新一轮的比拼，云供应商也不甘示弱加入其中，企图争夺游戏市场的话语权，战火愈加浓烈。

图 49：云游戏目前的产业格局



资料来源：腾讯研究所《云游戏发展与趋势报告：未来战略要塞》、天风证券研究所

我们关注云游戏为游戏行业带来的变革以及伴随着的巨大的投资机会，建议市场关注以下要点：

一是要关注 5G 技术层面的变化，目前云游戏会不会有新的技术突破，尤其是主机上云和移动上云，用户体验有什么迭代和更新？10 月关于谷歌 Stadia、腾讯 Start、网易云游戏、腾讯即玩、咪咕快游、小沃云游戏、天翼云游戏等各参与方的云游戏平台迭代和更新，是一个不断量变的过程，期待未来 1~3 年会出现质变。

图 50：目前现有的云游戏平台，不断量变，期待质变

云游戏平台一览										
序号	云游戏/游戏流媒体	出品公司	国家	终端系统	硬件需求	网络需求	游戏来源/游戏数量	费用	分辨率	帧数
1	Shadow	Blade	美国	Windows, Mac, iOS, Android	Blade服务器	15Mbps	Steam游戏库9300个	\$35/月/\$360/年	1080p-4K	60fps-144fps
2	Atlas	EA	美国	Chrome, Pixel	-	-	-	-	-	-
3	Stadia	Google	美国	Windows, Mac, Linux	Google服务器	30Mbps	特定 (100多个)	\$11.99/月	4K	60fps
4	Jump	Jump Gaming	美国	Windows, Android	Jump服务器	15Mbps	100多个	\$4.99/月	1080p	60fps
5	LiquidSky	LiquidSky	美国	Windows, Android	外设手柄	4G, 5G, WiFi	个人PC游戏库	\$19.99 /月/80h	-	-
6	xCloud	Microsoft	美国	Windows, Mac, Nvidia Shield box, Shield TV	手柄, 虚拟按键	-	-	-	-	-
7	GeForce Now	Nvidia	美国	Windows, Mac, Android	Nvidia服务器	25Mbps	500多个	特定, 仅限受邀者	1080p	60fps
8	Paperspace	Paperspace	美国	Windows, Mac,	-	-	-	\$0.51-1.10/小时	-	-
9	Parsec	Parsec	美国	Android, Ubuntu, Raspberry Pi 3	Parsec服务器	30Mbps	个人PC游戏库	按小时收费	-	-
10	Playkey	Playkey	美国	Windows, Mac	Playkey服务器	10Mbps	个人PC游戏库; 平台250个	\$35/70小时, \$40/200小时, \$45 /月 (不限)	1080p	60fps
11	Rainway	Rainway	美国	Windows, Chrome, Mac, Linux	PC	5-15 Mbps	个人PC游戏库	免费	1080p	60fps
12	Vortex	RemoteMyApp	波兰	Windows, Android, Chrome	Vortex服务器	30Mbps	100个	\$10/ 月	1440p	60fps
13	PlayStation Now	Sony	日本	PlayStation4, Windows	索尼服务器	5-12 Mbps	750多个	\$20/月, \$100/年	720p	60fps
14	URFCLOUD	URFCLOUD	美国	Mac, Windows	-	-	-	标准: \$9.99 /月; 专业: \$ 19.99 /月	1440p	60fps
15	格来云游戏	动视云科技	中国	Windows , Mac, Android , iOS+定制终端	模拟手柄	-	-	普通用户9元/月, VIP 18元/月	1080P	60fps
16	START	腾讯	中国	Windows , Mac, iOS, Android , TV	-	-	-	-	-	-
17	腾讯先游	腾讯	中国	Android, iOS	-	-	30个	免费	-	-
18	腾讯即玩	腾讯	中国	Android, iOS	-	-	-	免费	-	-
19	达龙云游戏	达龙信息	中国	Windows, Android, iOS, TV	虚拟游戏键盘	-	300个	会员: 标配3元/小时; 高配5元/小时非会员: 标配5元/小时, 高配8元/小时	-	-
20	咪咕快游	咪咕互娱	中国	Windows, Android, TV	-	-	160余个	5元/月 (20小时) ; 10元/月 (40小时)	-	-
21	极云	极云网络	中国	Windows, Android, iOS	虚拟按键	-	-	5元/小时 (非会员) ; 3元/小时 (会员)	-	-
22	屏鱼	云格致力	中国	Windows, Android, iOS	-	10Mbps+	100余个	12.9元/日 (24小时)	-	30-60fps
23	宽鸟游戏	点云科技	中国	Windows, Android, iOS	-	8Mbps+	158个	-	1080p	-

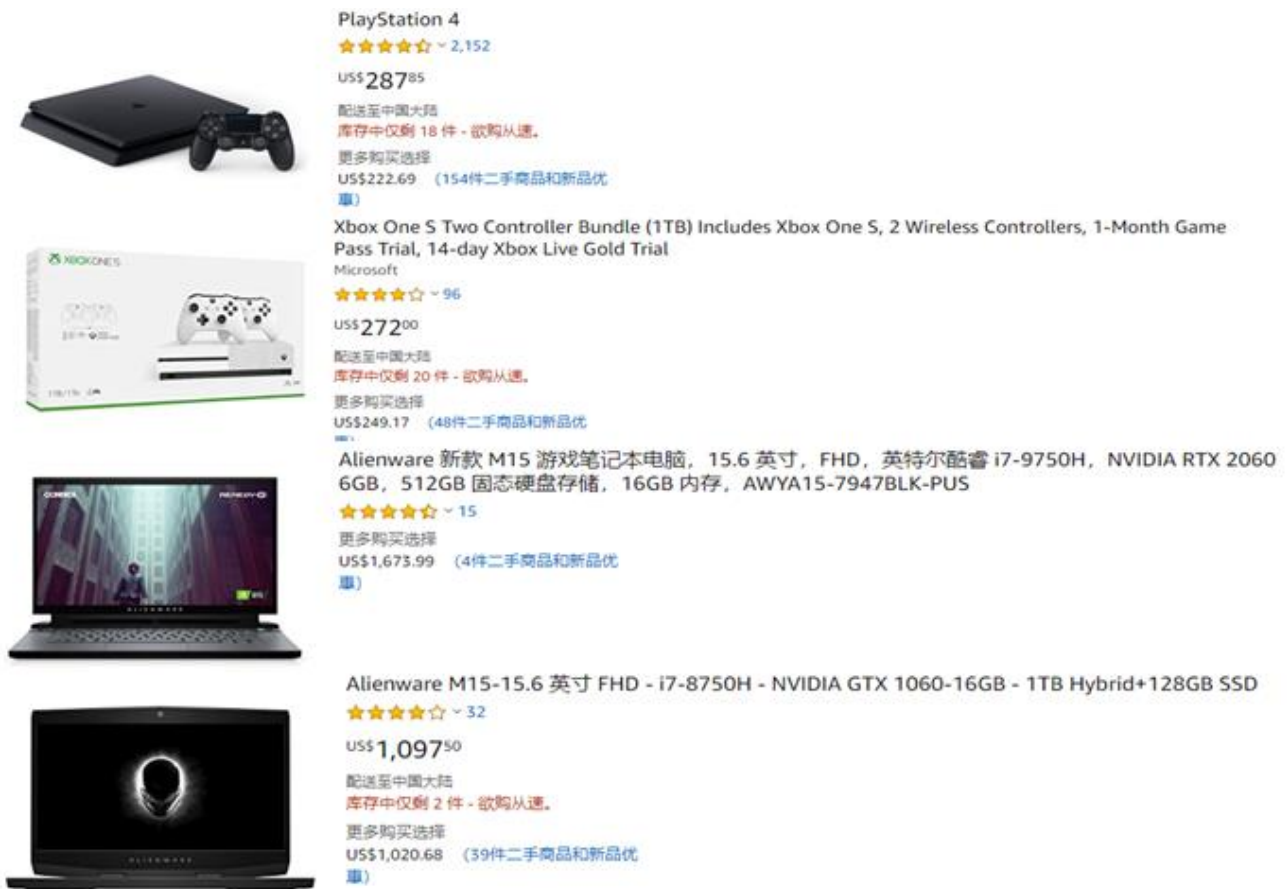
资料来源：腾讯研究所《云游戏发展与趋势报告：未来战略要塞》、天风证券研究所

图 51：Google Stadia 云游戏的付费模式

时间	会员模式	付费模式	价格	可享受的服务	初始硬件投入 \$129.99	云游戏平台 订阅费\$9.99/月	购买游戏付费
2019.06开启预售	限量版创始人套装/高级版	订阅+买断	129.99	含Chromecast Ultra机顶盒、限量版深蓝色Stadia手柄 Night Blue、3个月Stadia Pro会员、《命运2》完整版、(创始版特有: 3个月Buddy Pass (可送给1个好友3个月的Pro资格)、提前注册Stadia创始人用户名)			Stadia在美国推出的游戏的价格如下,基本上与零售价一样,部分有优惠: 《刺客信条: 奥德赛》: 通常为60美元, 但Stadia Pro为30美元 《Gylt》: 30美元 《Just Dance 2020》: 50美元 《Kine》: 20美元 《Mortal Kombat 11》: 通常为60美元, 但Stadia Pro为42美元 《荒野大镖客2》: 60美元 《Samurai Showdown》: 60美元 《Thumper》: 20美元 《古墓丽影: 暗影》: 60美元 《古墓丽影: 崛起》: 30美元 《古墓丽影9》: 通常为20美元, 但Stadia Pro为10美元 《最终幻想XV》: 通常为40美元, 但Stadia Pro为30美元 《刺客信条: 奥德赛Stadia终极版》: 通常为120美元, 但Stadia Pro为60美元 《Mortal Kombat 11高级版》: 通常为90美元, 但Stadia Pro为63美元 《荒野大镖客2》特别版: 80美元; 《荒野大镖客2》Ultimate Edition: 100美元
2019.11.19	Stadia Pro 会员	订阅+买断	每月9.99	享受4K、HDR、60fps、5.1环绕立体声传输质量、享受独家优惠和免费试玩			
2020	Stadia Base 普通会员	买断	免费	限制1080p、60fps、双声道立体声传输质量			

资料来源：Google Stadia、天风证券研究所

图 52: Google Stadia 云游戏产生的硬件替代



资料来源：亚马逊、天风证券研究所

二是要关注成本和商业模式层面的问题，在云平台上的成本投入和发展的考量，会进一步影响他们采用什么类型的商业模式，而商业模式会影响我们对市场规模的判断。中长期而言（3-5 年周期），云游戏市场可能会产生①付费模式增量（取决于商业模式的落地：流媒体订阅模式的落地情况），②硬件及③场景替代（需考虑转化率），中长期理论空间千亿市场规模，长期理论空间全部上云面对的是万亿的全球游戏市场。

三是结合之前的商业模式和成本构成的影响，影响到产业链分成比例的变化，最终影响到各个环节，包括游戏开发商（内容）、云游戏平台（渠道）的盈利空间。每一轮的网络提速都伴随着渠道洗牌，新渠道发展初期带来新机遇，尤其是渠道初期内容为王。

图 53: 游戏产业链变化（渠道话语权下降，内容及分发话语权提升）

云游戏产业链	30-50%	50-70%	
研发方：30-50%流水 - 发展初期“内容为王” - 参考视频平台发展路径	云游戏平台方：50-70%流水 - 发展后期“渠道为王” - 参考主机/端游分成比例		
手游产业链	15-30%	30-40%	30-50%
研发方：15-30%流水 - 由自研、承做等定位及游戏质量等决定 - 部分承担IP分成；部分加收版权金	发行方：30-40%流水 收入为渠道后净额流水，成本为承担的上游分成、推广费用、发行运营成本等		渠道方：30-50%流水 - iOS一般为30%分成 - 国内安卓一般为50%分成，其中含联运渠道成本（推广费）

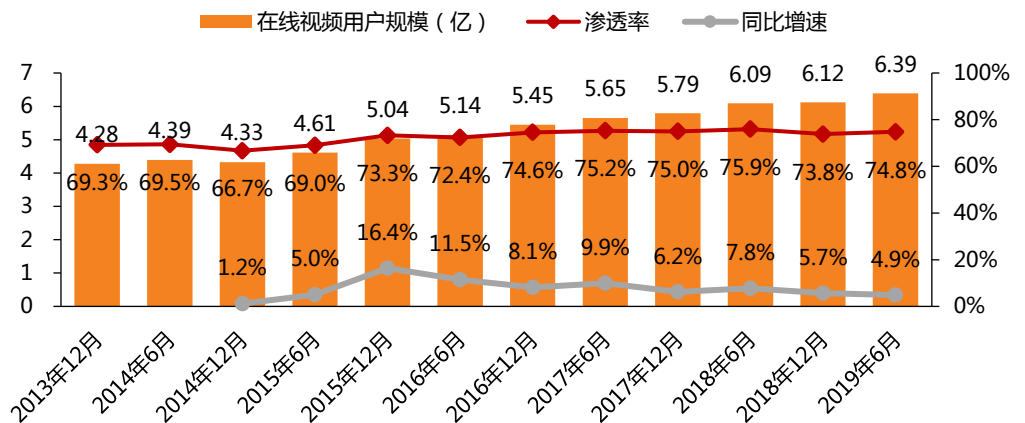
资料来源：硬核联盟，产业链分成由天风证券研究所整理

4. 长视频：付费会员仍在增长轨道，头部 CP 开始复苏

4.1. 总览：短视频影响淡出，广告受经济周期影响，会员持续提升

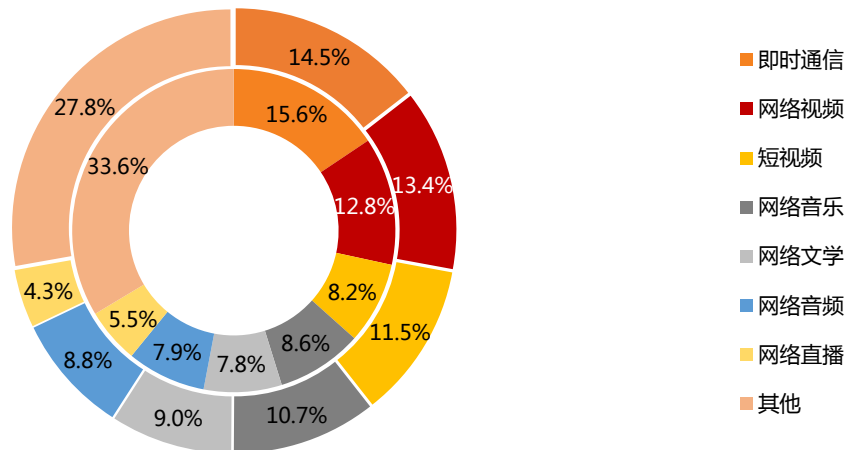
2019 年上半年在线视频用户数达 6.39 亿，在线视频 APP 用户使用时长占比仅次于即时通信且差距逐渐缩小。根据 CNNIC 数据，截止 2019 年上半年我国在线视频用户规模达 6.39 亿，同比增长 4.9%，渗透率 74.8%。时长方面，2019 年上半年在线视频类 APP 用户使用时长占比环比扩大 0.6pct 至 13.4%，占比仍然仅次于即时通信，且差距缩小。

图 54：2013-2019 年我国在线视频用户规模及渗透率



资料来源：CNNIC，天风证券研究所；注：渗透率=在线视频用户规模/网民规模

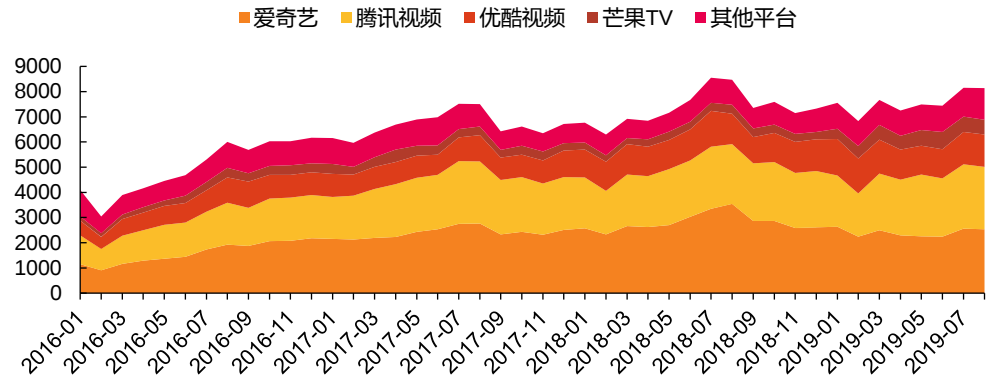
图 55：2018 年下半年（内环）和 2019 年上半年（外环）各类 APP 使用时长占比对比



资料来源：CNNIC，天风证券研究所

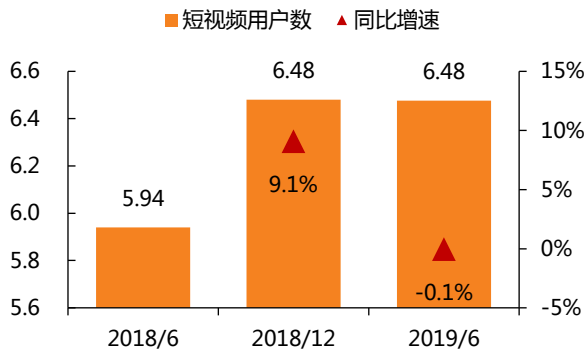
从 2019 年用户使用时长来看，内容缺乏下用户使用时长仍维持稳定，短视频冲击逐步减弱。2019 年政策加强了娱乐内容的监管，各平台内容上线进度均受到较大程度影响，但从用户时长看，2019 年上半年在线视频 APP 单月用户使用时长仍相对 2018 年四季度单月使用时长有小幅增长，用户时长数据依然较为稳健。2019 年上半年为规范行业，监管加强在一定程度上影响短视频用户规模增长，使上半年短视频用户规模出现小幅下滑。另外从头部短视频平台 MAU 增长看，包括抖音、快手等在内的短视频 APP 自 5 月开始，MAU 增长明显放缓，考虑到短视频用户规模已处于较高水平，短视频带来的冲击告一段落。

图 56：在线视频 APP 月用户使用时长变化（亿分钟）



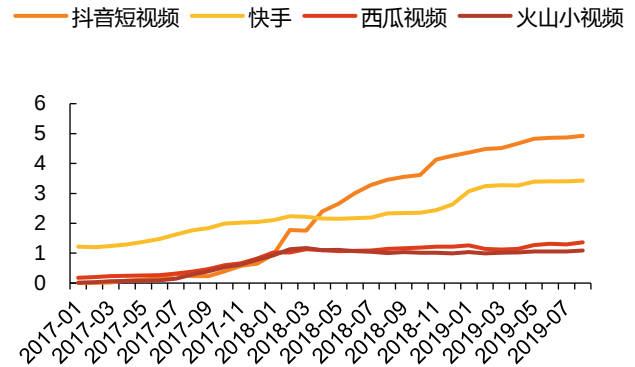
资料来源：Questmobile，天风证券研究所

图 57：短视频用户规模及同比增速（亿）



资料来源：CNNIC，天风证券研究所

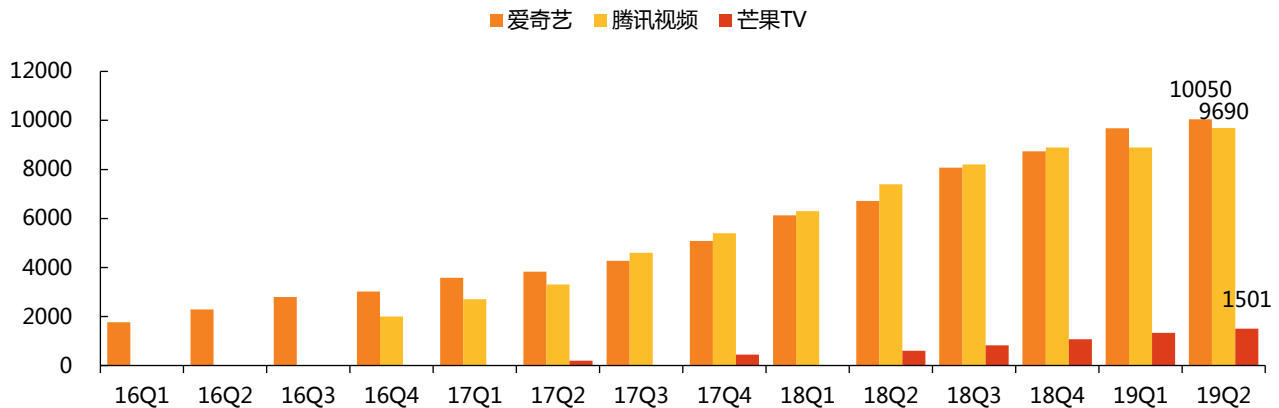
图 58：主要短视频 APP 月活变化趋势（亿）



资料来源：Questmobile，天风证券研究所

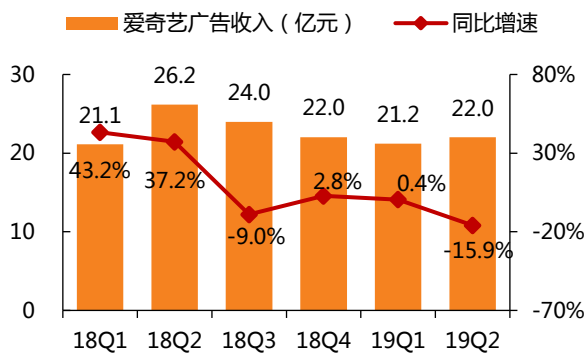
收入端看，内容缺乏下付费用户数仍维持平稳增长，宏观环境影响品牌广告收入。2019 年上半年在被普遍认为拉新能力最强的大 IP 古装内容上线延迟的情况下，传统定义的腰部内容和新的内容形式支撑了视频平台会员增长。截止 2019 年上半年爱奇艺、腾讯视频和芒果 TV 付费会员数分别达 1.005 亿、9690 万和 1501 万，分别同比增长 49.8%、30.9% 和 149.8%，单平台会员数首次实现破亿。2019 年上半年宏观经济压力下，企业纷纷缩减广告预算，爱奇艺和腾讯媒体广告均以品牌广告为主，因而受影响较大，叠加内容上线延迟，两个平台在 2019 年上半年广告收入表现为同比下滑。而芒果 TV 大部分为嵌入内容更深的植入类广告，外加芒果 TV 2019 年头部综艺内容释放较多，因而所受冲击较小。

图 59：爱奇艺、腾讯视频和芒果 TV 付费用户数（万）



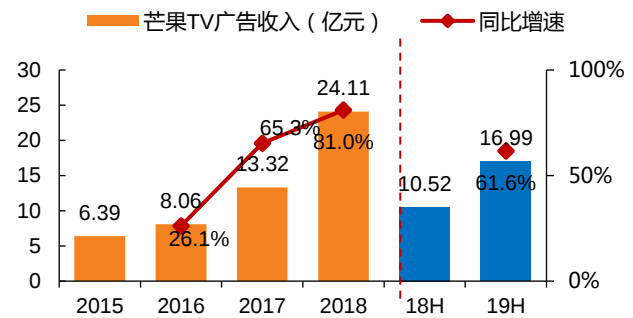
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 60：爱奇艺广告收入及同比增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 61：芒果 TV 广告收入及同比增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

4.2. 内容拐点：平台古装项目陆续上线，头部影视公司集中度提升，生产复苏

自国庆节后，影视行业监管呈现边际放松趋势，多部延期上映项目已陆续上线，政策逐渐放开，板块释放积极信号。具体来看：四大平台（视频）陆续上线古装玄幻项目，腾讯、爱奇艺、优酷各已上线一部以上头部古装项目，如腾讯、爱奇艺于 11 月 12 日上线《从前有座灵剑山》，优酷于 11 月 12 日上线《鹤唳华亭》，腾讯视频 11 月 26 日上线《庆余年》。

行业调整，拥有甲级资质的公司数量变少，集中度提升：据凤凰科技，广电总局公布 2019-2021 年度《电视剧制作许可证（甲种）》机构名单，73 家机构入选，较 2017 年、2018 年的 113 家，减少 35%。根据《关于做好 2019 年度〈广播电视节目制作经营许可证〉和〈电视剧制作许可证（甲种）〉换证工作的通知》中所规范的换证标准，政府规定对于两年内业绩为零或现有作品社会评价一般且业绩不达标的，信息缺失的机构，参与违规买卖收视率或参与收视率造假，未按要求规范、及时缴纳税款等情况不予换发新许可证。

备案题材预示行业制作题材趋势，制作风向积极转变：如古装方面，据凤凰科技，从数量上来看，18 年 1-6 月全国拍摄制作电视剧备案公示中，共有 95 部古代题材作品，达到 4429 集，占比 15.7%。今年同期，古代题材作品的数量仅为 34 部、1498 集，分别同比下滑了 64%和 66.2%，占比 7.9%，占比下滑约一半。当前，现实题材成为主流，2021 年建党时期预计生产与播出需求能更好的匹配，监管的边际影响预计将降低。

前三季度行业开机萎靡，四季度华策古装大戏《有翡》开机，或标志头部影视公司产能逐

步恢复。19 年 1~3 季度平均单季度电视剧组讯 64 个，去年同期数据为 121 个；19 年 1~3 季度平均单季度网络剧组讯 71 个，去年同期数据为 80 个。9 月 16 日，华策 100% 主控的大剧《有翡》开机，目前，湖南卫视、腾讯视频已经锁定。

表 7：18Q1~19Q3 电视剧网络剧组讯数

	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3
电视剧组讯	120	127	116	107	65	61	65
网络剧组讯	70	74	98	90	67	72	75
合计	190	201	214	197	132	133	140

资料来源：友戏，天风证券研究所

4.3. 视频网站与内容商的创新

4.3.1. 付费超前点播模式兴起，有望提高视频网站 ARPU 与 CP 弹性

暑期《陈情令》首创付费超前点播模式，后续腾讯、爱奇艺陆续在多部热播剧上试水，体现视频网站话语权扩大。暑期热播剧《陈情令》首创付费超前点播模式，即用户自 7 月 29 日起，可以通过单点付费购买未播内容，在 VIP 基础上享受超前观看，根据腾讯视频官网显示，单季每集 6 元，6 集打包价 30 元。大结局放出 19 小时内，总计超 260 万人购买该项服务，预计一天之内收入超 7800 万元。之后，腾讯、爱奇艺又在《从前有座灵剑山》、《庆余年》等剧上继续试水超前点播方式。付费点播剧的类型目前还集中于头部 IP 古装剧，这类作品拥有较多忠实粉丝，因此可以获取较好的收益；而对于腰部以下内容，目前来看用户付费意愿还不足以支撑起这一模式。从腾讯与爱奇艺联合进行付费点播可看出，未来视频网站进行会员价格价格战的可能性很低，深挖用户价值、减少亏损成为其共同的选择。

根据点播模式的付费方式，视频网站未来 ARPU 有望提高。相较于普通 VIP 会员，超前付费点播具有单用户价值更高、履约期更短的特性。据目前推出付费点播模式的剧来看，大部分付费区间于距离剧集更新结束 7 天至 1 个月以内的时间结束，付费方式可分为单集付费、阶梯型定价和整体打包付费。单集付费价格在 3-6 元之间，付费集数在 5-25 集不等；阶梯定价下随着剧集越接近大结局，单集价格越高；整体打包价根据剧集热播情况在 12-50 元不等。而正常一个月的普通 VIP 价格在 15 元左右，付费点播的用户单价均基本都高于此价格。因此付费点播模式具有更高的客单价以及更短的履约期的特点。假定视频网站针对每月的一部头部内容进行付费点播，理想情况下，假设付费人数在 300 万人左右，视频网站会员 1 亿，那么月 ARPU 可提高至少超 1 元，按年边际可改善运营利润 12 亿元，有望加速视频网站扭亏。

图 62：超前点播剧集定价方式

剧集	《陈情令》	《从前有座灵剑山》	《庆余年》
付费点播时点	45-50集	33-37集	22-46集
点播时间区间	7天	7天	20天
定价方式	未播集定价6元/集 一次性购买30元/6集	11.29-12.3 12元/5集 12.3-12.4 8元/3集 12.4-12.5 3元/集	未播集3元/集 一次性购买50元/25集

资料来源：视频网站官网整理，天风证券研究所；付费规模=付费用户数×ARPU×12

4.3.2. 优爱腾芒布局互动视频，探索新型广告商业变现模式

爱奇艺率先发布互动视频标准，腾讯、优酷均已上线互动视频平台。互动视频具有游戏与视频双重属性，其交互性强的特点能增强用户沉浸式体验。今年5月，爱奇艺发布全球首个互动视频标准并计划推出协助互动视频生产的互动视频平台；6月，爱奇艺上线国内首个带入式互动影视作品《他的微笑》；8月，爱奇艺发布《互动视频广告白皮书》，提出互动视频创意广告的新型营销方式，加速互动视频商业化变现步伐。腾讯视频于7月11日正式发布互动视频技术标准，并表示将推出一站式互动视频的开放平台。目前，腾讯已推出国内第一部互动影视《古董局中局之佛头起源》，上线创新性互动影像作品《隐形守护者》和国内首部互动网络电影《画师》，未来计划推出包括《我+》《拳拳四重奏》《财从天降》《紫川》等更多互动影像作品。优酷于19年9月上线互动内容平台并公布互动视频创作标准和互动内容技术标准，为创作者提供内容创作流程、平台账号开通、互动播放系统介绍及技术规范等指引，目前储备有互动剧《大唐女法医》待播。芒果TV在《明星大侦探》和《密室大逃脱》大神版当中，首创让用户参与综艺录制并生成节目，让不同的选择带来开放式的结局，未来，芒果TV计划推出《冰峰暴》、《记忆重构：碎片》等互动剧产品。

互动视频有望创造新型广告营销方式，提高商业变现效率。根据爱奇艺发布的《2019 互动视频广告白皮书》所述，互动视频广告作为一种趣味性的广告形式，在用户触达上可覆盖到更广泛人群；同时，互动带来的参与感和趣味性能够更好地感染用户，提升用户对广告和品牌好感度。此外，用户对不同广告选择的倾向性，也便于广告主收集相关数据用以优化广告创意。总结来说，互动视频广告具有双向互动、互动选择和高质量的用户分析3大优势。互动视频营销的兴起有望提高视频网站广告效果，实现品效合一，促进平台商业变现效率的提高。

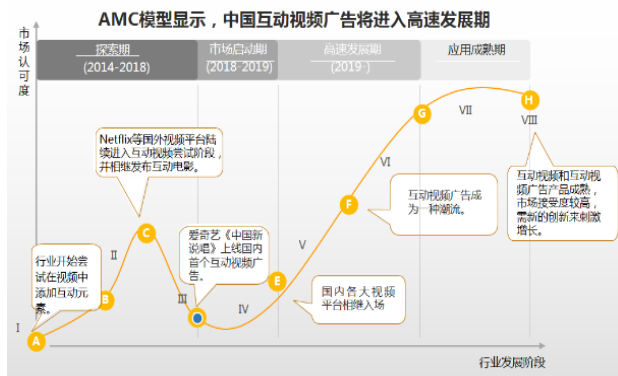
图 63：爱优腾互动视频创作平台





资料来源：爱奇艺官网，天风证券研究所

图 64：中国互动视频广告市场发展阶段



资料来源：爱奇艺《2019 互动视频广告白皮书》，天风证券研究所

图 65：爱奇艺互动视频广告的类型

	互动贴片	互动原生广告
广告内容	无关联	有关联
与内容视频的关系		
优点	不挑剔，不受内容视频的限制，可大范围通投。	广告和视频内容强关联，甚至是其一部分，观众接受度更高、互动率高、广告效果更好。
缺点	广告和内容视频无关联，使其更像硬广，观众接受度不如原生广告。	也正因为和视频内容强关联，使其有一定壁垒： 1) 需内容视频的版权方授权。 2) 与内容视频强绑定，无法复用到其他内容视频上，无法大范围通投。

资料来源：爱奇艺《2019 互动视频广告白皮书》，天风证券研究所

4.3.3. 四大平台与运营商合作探索 5G 技术应用，内容商投资布局 5G 应用

腾讯、爱奇艺、芒果 TV 均与三大运营商合作成立实验室，研究 5G 技术应用。腾讯在国内互联网公司中最早探索 5G 技术与应用，于 17 年底成立未来网络实验室，是中国互联网公司第一支 5G 技术和应用研究团队。爱奇艺于 4 月 26 日与中国电信成立 XR 联合创新实验室；5 月爱奇艺世界大会上，与中国移动合作，首次实现了 5G+8K VR 直播技术；6 月 26 日，与中国联通达成战略合作，联合在 5G 网络切片、5G 网络边缘计算 MEC、大数据、MR/AR/VR、4K/8K 超高清视频等相关技术方面展开合作，并建立“5G 终端联合研发中心”。芒果 TV 18 年成立创新研究院，积极对 5G、AI、VR 等前沿技术前瞻布局。19 年 5 月，芒果 TV 与湖南电信共同启动“5G+4K+VR”大视频产业合作。5 月 27 日，中国移动参与芒果超媒定增，双方将开展 5G、AI、VR 等新技术的应用研究。8 月，芒果 TV 与上海科技大学建立联合实验室，围绕智能影像视觉、光场技术、AR/VR、5G 全息等领域的研究展开合作。

图 66：腾讯 5G 技术研发：未来网络实验室简介



资料来源：腾讯云社区，天风证券研究所

在 5G 应用方面，爱奇艺重点布局 VR/AR，腾讯实现首个商业化 5G 高清视频直播，优酷上线高清修复专区，芒果 TV 以新拍摄、新制作、新观看为思路布局 5G 应用，包括超清视频、VR、互动视频等方向。爱奇艺于 2015 年发布首款 VR APP；19 年 5 月爱奇艺发布奇遇 2S、奇遇 2Pro、奇遇 AR 三款硬件新品；11 月爱奇艺智能（爱奇艺 VR）完成亿级人民币 A 轮融资。目前爱奇艺已上线《嘟当曼 VR 之奇遇记》《无主之城 VR》等 VR 视频内容，打造热门综艺《乐队的夏天》VR 版。11 月 17 日，腾讯视频和中国电信对《doki 大爬梯》-明星生日会进行了 5G 高清直播，成为其首个 5G 商用化场景落地应用。今年 6 月，优酷对视频进行高清 4K 修复，推出高清经典专区，截至目前高清片库扩容已至 2000+。芒果 TV 强调基于光场拍摄、3D 引擎拍摄的新拍摄；8K /VR 的新制作；VR、AR 观看、强交互性的新观看。在高清视频方面，芒果的运营商业务将和中国移动合作，咪咕公司将支持芒果超媒加入 5G 多媒体创新联盟(5MII)，双方将共同参与超高清实验室。未来，双方将共同探索打造线下智能化 5G 演艺场馆，在自制节目中开展 5G 超高清直播。在 VR 方面，创新研究院目前组建了三个 VR 制作团队，浙江移动向芒果 TV 定制了 5G 套餐包中的第一批 VR 视频内容。

图 67：腾讯视频和中国电信首个 5G 商业化场景：高清直播-明星生日会



资料来源：腾讯新闻，天风证券研究所

图 68：爱奇艺目前已上线、发行的 VR 影视、综艺、游戏（部分）



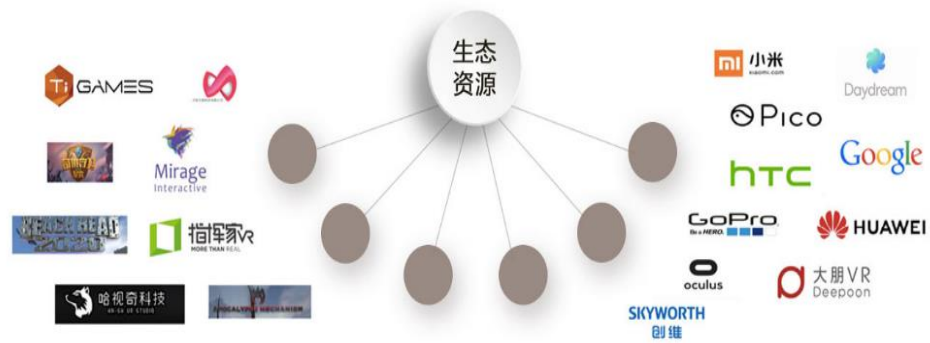
资料来源：爱奇艺官网、TechWeb，天风证券研究所

关于内容提供商在 5G 方面的布局，华策于 2016 年先后投资兰亭数字、热波科技两家 VR 制作公司。华策于 16 年 3 月 8 日发布公告投资兰亭数字 1470 万元，占股 7%；同月，华策影视与热波科技原股东签署增资协议，以 640 万元获得热波科技 8.60% 的股权。兰亭数字成立于 2014 年，拥有先进的 AR/VR 内容制作、播出、后台制作系统、直播支持系统及基于网络的相关运营经验并提供行业领先的专业产品及服务，于 2015 年打造了中国首部 VR 电影《活到最后》、首部 VR 版 MV《敢不敢》、国内首部 VR 版对战真人秀《荣誉之战》。

VR 方面，兰亭数字和华为合作运营 Cloud VR 平台，拥有全套技术解决方案。兰亭数字负责 Cloud VR 平台的搭建、云端渲染技术处理，内容运营以及商业化场景的应用和创新。

兰亭数字在高清视频方面具有 8K VR 直播、VR 内容制作及聚合、MR 未来教育等技术能力，融合 5G 发展，向行业提供全案生态解决方案，先后完成了 2019 年央视春晚、乌镇互联网大会、春之祭等大型会议及活动的 5G 8K VR 高清直播。

图 69：兰亭数字生态布局



内容生态：拥有国内外过半数的优质VR 视频、游戏在运营商平台的独家内容合作授权，此外在最具增值空间的教育内容资源方面联合国内权威教育机构自主开发。

硬件生态：与国内外多家具备领先技术的硬件厂商达成深度合作，基于用户体验不断优化终端设备。

资料来源：兰亭数字官网，天风证券研究所

4.4. 投资：重视优质平台，关注行业逻辑在头部 CP 映射

4.4.1. 平台类：芒果 20 年会员数值得期待，头部剧集明显加码，综艺出圈带货

芒果 TV 用户仍在快速增长期，2020 年有望达 3000 万目标。会员截止 19H1 已突破 1500 万，较年初增长 40%；按照 QM 数据，19Q3 芒果 TV 平均 MAU 达 1.26 亿，同比及环比增速达 19.64%、12.35%，人均使用时长达 428.19 分钟，位于四大平台之首，同比及环比增速为 32.45%，-22.36%（热门综艺延后），同比增速整体表现好于行业。

图 70：芒果 TV19Q3 流量数据

	爱奇艺	腾讯视频	优酷视频	芒果TV
19Q3平均月活 (万)	57,873.25	55,780.26	41,836.47	12,618.39
——同比	5.44%	5.21%	-11.58%	19.64%
——环比	5.87%	2.87%	1.23%	12.35%
19Q3人均月使用时长(分钟)	411.51	432.49	292.41	428.19
——同比	-30.47%	-3.67%	13.31%	32.45%
——环比	-0.73%	0.85%	3.98%	-22.36%

资料来源：QM，天风证券研究所

芒果 TV19 年全网 TOP15 热度占比提升，看好 20 年招商布局。根据骨朵数据，19 年芒果 TV 热门综艺占全网热度前 15 比例同比提高 11pct。因为部分头部内容推迟上线，如《妻子的浪漫旅行 3》等，热度在全网综艺前 15 的比例在 Q3 有所下滑，减少约 2-3 部，不过随着《妻子的浪漫旅行 3》、《明星大侦探 5》、《亲爱的客栈 3》等 S 级项目陆续在 Q4 上线，热播综艺数有望继续在行业内保持领先。

2020 招商综艺品类丰富，满足目标用户多元化需求，推出带货综艺。19 年招商会上公布多部综艺与芒果 TV 大芒计划合作，让明星和网红 KOL 共同录制综艺节目，通过节目尝试直播带货。如《女人的秘密花园》，KOL 薇娅将搭档 12 位明星，以直播的方式实现综艺带货。

图 71：芒果超媒综艺骨朵热度前 15 占比提升 11PCT

平台	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1-10月平均占比
2019年													
芒果TV	7	8	8	7	7	4	7	5	5	4	暂无	暂无	41%
腾讯	5	4	3	4	5	6	9	10	8	8	暂无	暂无	41%
爱奇艺	6	7	6	6	8	8	7	6	4	4	暂无	暂无	41%
优酷	2	6	6	4	4	6	5	5	5	5	暂无	暂无	32%
2018年													
芒果TV	3	1	2	2	2	7	6	8	6	7	7	7	29%
腾讯	7	9	8	7	8	6	8	7	7	8	6	8	50%
爱奇艺	11	9	10	10	12	6	4	3	3	4	4	3	48%
优酷	4	6	5	6	7	5	3	2	3	2	2	1	29%

资料来源：骨朵，天风证券研究所

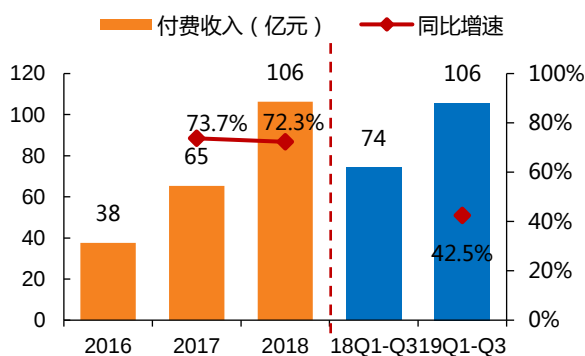
芒果TV 剧集效果持续提升，加码布局头部内容。据芒果TV招商会，芒果TV电视剧频道月总设备数 2019 年均值较 2018 年提升 115.0%，电视剧频道月总使用时长较 2018 年提升 140.9%。

芒果TV 共发布 42 个剧集项目，较去年 34 部，增长 24%。在保持女性向占主导趋势不变的情况下，新增更多类型的剧集，如军旅、谍战等男性向题材，以及科幻、互动剧等全新题材，在未来将会满足更多不同圈层的用户需求。

4.4.2. 平台类：爱奇艺会员过亿，对标成熟市场仍有成长空间

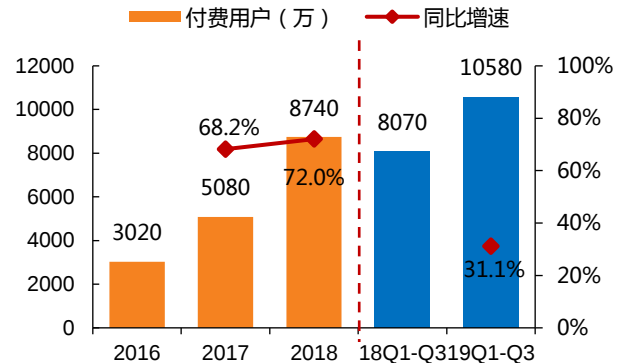
会员数量&ARPU 提升空间仍然较大，多策略挖掘用户潜力。**截止 19Q3 末爱奇艺付费用户数 1.06 亿，排名行业第一。**2019 年前三季度爱奇艺付费收入 106 亿元，同比增长 42.5%，付费会员达 1.06 亿 (vs 腾讯视频 1.002 亿)，同比增长 31.1% (vs 腾讯视频 22%)，虽然 2019 年各平台均受内容延迟上线影响，但付费会员增速仍处于较高水平 (Netflix 19Q3 付费会员增速 21.4%)。

图 72：爱奇艺付费收入变化



资料来源：公司公告，天风证券研究所；注：2018 年收入变更了披露口径，收入增速为调整后的同口径增速

图 73：爱奇艺付费用户数变化



资料来源：公司公告，天风证券研究所

仅考虑国内市场，爱奇艺付费用户和 ARPU 均还有较大提升空间。从付费用户数看，截止 19Q3 爱奇艺付费用户数 1.06 亿，以中国家庭数为基数计算渗透率为 24.6%，而美国流媒体平台 Netflix 本土付费用户数为 6062 万，渗透率为 47.1%，爱奇艺对比 Netflix 的渗透率看，还有约 1 倍的提升空间。从 ARPU 看，爱奇艺零售定价为 19 元/月，当前 ARPU 仅约为 11 元/月，也还有接近 1 倍的提升空间，未来爱奇艺有望通过内容合理排播拉长付费周期以及

降低促销力度的方式推动 ARPU 提升。

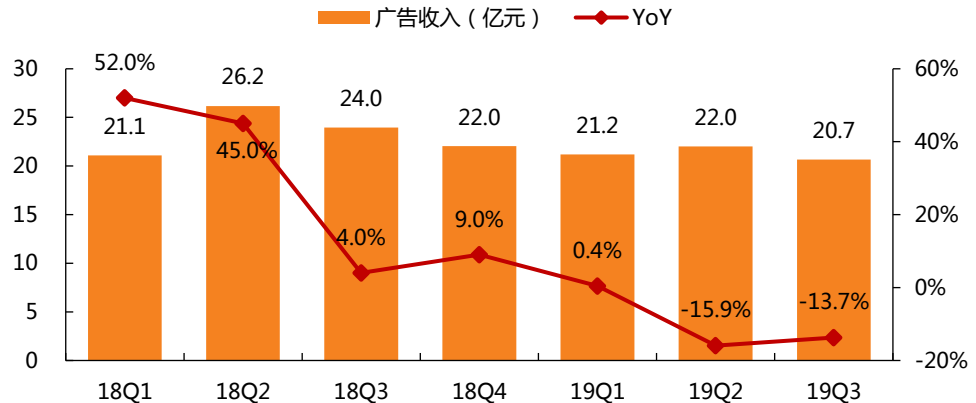
图 74：爱奇艺付费规模空间估算（亿元）

渗透率		24.6%	27.6%	30.6%	33.6%	36.6%	39.6%	42.6%
付费用户数（亿）		1.06	1.19	1.32	1.45	1.57	1.70	1.83
ARPU （元/月）	11	140	157	174	191	208	225	242
	13	165	185	205	225	246	266	286
	15	190	214	237	260	283	307	330
	17	216	242	268	295	321	347	374
	19	241	271	300	329	359	388	418

资料来源：公司公告，天风证券研究所；付费规模=付费用户数×ARPU×12

硬广受付费增长挤压，自制能力释放带来软广增长。相比效果类广告，品牌广告对宏观经济敏感度更高，爱奇艺广告收入受影响较大。爱奇艺广告收入自 18Q3 开始出现增长压力，主要是 18Q3 爱奇艺主动清理部分不健康的中小广告主，进入 2019 年，受宏观经济影响，广告收入开始出现明显下滑，2019 年前三季度广告收入同比下滑 10.3%，且下滑仍在持续。

图 75：爱奇艺广告收入变化（季度）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

自制能力提升有望助推爱奇艺广告收入止跌回升。我们认为随着爱奇艺自制能力提升，植入类广告收入有望进一步增长。根据最新爱奇艺招商会公布的 2019Q4-2020Q3 综艺项目，对比发现，爱奇艺自制综艺项目已出现明显放量，每个季度均有 1-2 部甚至更多部 S 级自制综艺上线，爱奇艺搭建的内部自制团队能力将得到检验。

4.4.3. CP：关注开机进展，重视行业复苏在头部公司的映射

上市公司依旧是剧集的核心生产力。在优爱腾芒的片单 202 部中有 42 部涉及上市公司参与。其中，芒果超媒参与的数量最多，达到 9 部，其次新丽（阅文）、华策影视各达到 6 部，完美世界有 5 部，欢瑞世纪有 3 部，慈文传媒和万达影视有 2 部。

表 8：视频网站招商中部分涉及影视剧上市公司的项目

电视剧	类型	主创人员	出品公司
腾讯视频			
精英律师	都市、律政	靳东、蓝盈莹	新丽电视、贤君影视
南歌	古装、爱情	李沁、秦昊	克顿影视

庆余年	古装	张若昀、李沁、陈道明	腾讯影业、新丽电视、深蓝影视、阅文集团、华娱时代、海南广电
斗罗大陆	玄幻、古装	肖战、吴宣仪	新丽电视
将夜 2	古装, 玄幻	王鹤棣、宋伊人、杨超越	企鹅影视、猫片、金色传媒、阅文影业
瞄准	动作、剧情	黄轩、陈赫、杨采钰	浙江影视集团、蓝色星空影业、天娱影视、五元文化、睿翔影视
暴风眼	都市、反谍	杨幂、张彬彬	嘉行传媒、青春你好传媒、完美世界影视
新世界	现实	孙红雷、张鲁一、尹昉	和力辰光、光线传媒
龙岭迷窟	盗墓	潘粤明、张雨绮、姜超	企鹅影视、万达影业、7 印象文化传媒
爱奇艺			
绝代双骄	古装、武侠	胡一天、陈哲远	完美世界、华策影视
风暴舞	都市、谍战	陈伟霆、古力娜扎	慈文传媒、爱奇艺
鹿鼎记	古装、武侠	张一山、唐艺昕	新丽传媒
勇敢的心 2	近代、革命	杨志刚、张子健	北京世纪伙伴、完美世界
如果岁月可回头	都市情感	靳东、蒋欣	强视传媒、山东影视
唐人街探案超级网剧	喜剧、推理	邱泽、张钧甯	骋亚影视
半生缘	年代、情感	刘嘉玲、蒋欣	完美世界
优酷			
号手就位	当代军旅	李易峰、陈星旭	火箭军政治工作部宣传局、金盾影视中心、万达影视、华录百纳
热血同行	近代革命	黄子韬、易烊千玺	青春你好、完美世界、中汇影视、天娱传媒、龙韬娱乐、伍仁影视
重启之极海听雷	当代冒险	朱一龙、毛晓彤	优酷、慈文传媒
我们的西南联大	近代革命	王鹤棣、周也	腾讯影业
冰糖炖雪梨	当代校园	吴倩、张新成	完美世界
正青春	当代职场	吴谨言、殷桃	世纪东耀、乐道互娱、腾讯影业
平凡的荣耀	当代职场	赵又廷、白敬亭	华策影视
最初的相遇，最后的别离	当代都市	林更新、盖玥希	乐视花儿影视、唐德影视
大明风华	古代传奇	汤唯、朱亚文	优酷、好酷影视、儒意影业
琉璃美人煞	古代传奇	袁冰妍、成毅	欢瑞世纪
芒果 TV			
下一站是幸福	现代	宋茜、宋威龙	华策影视
热血传奇	近代	黄子韬、易烊千玺	青春你好、完美世界、中汇影视
我和我们在一起	现代	待定	华策影视
以家人之名	现代	谭松韵、宋威龙	华策影视
蜗牛与黄鹌鸟	现代	林允、张新成	天娱传媒、真合时代、尚世影业
三千鸦杀	古代	赵露思、郑业成	芒果 TV、新力量影视
隐秘而伟大	近代	李易峰、金晨	芒果影视、骋亚影视、五元文化
锦衣之下	古代	谭松韵、任嘉伦	艺能传媒、欢瑞世纪
如果岁月可回头	现代	靳东、蒋欣	强视传媒、山东影视
爱我，你敢吗	现代	韩庚、王晓晨	文鹏森奥、世纪华纳、芒果 TV
海上繁花	现代	李沁、窦骁	水木清圆、蓝色星空、幸福南海
秋蝉	近代	任嘉伦、李曼	欢瑞世纪、东阳国文
我不是购物狂	现代	王阳明、孟子义	芒果影视、国文影业、爱尚传媒、烈火影视
这就是生活	现代	刘恺威、陈都灵	芒果影视

最后的我们	现代	孙艺宁、刘雅瑟	霍尔果斯快乐阳光传媒有限公司、新力量影视
我有特殊的沟通技巧	现代	范世琦、罗予彤	芒果TV、公安部金盾影视文化中心

资料来源：各大视频网站，天风证券研究所

在四大卫视招商片单中，55 部中有 27 部涉及上市公司参与，上市公司占领半壁江山。其中芒果超媒 10 部电视剧（湖南卫视占 7 部）在片单之中，参与数量位列上市公司之最，华策、新丽均有 3 部进入片单，慈文与幸福蓝海有 2 部进入片单。

表 9：卫视招商中部分涉及影视剧上市公司的项目

各大卫视涉及的上市公司剧目

湖南卫视 2020		参与公司（仅列上市公司）
《下一站是幸福》	华策影视	
《爱情高级定制》	新媒诚品（万达电影）	
《蜗牛与黄鹌鸟》	天娱传媒（芒果超媒）、尚世影业（东方明珠）	
《向往幸福》	芒果影视（芒果超媒）	
《向阳而生》	芒果影视（芒果超媒）	
《流金岁月》	新丽传媒（阅文）	
《有翡》	华策影视	
《山海经之上古密约》	芒果娱乐（芒果超媒）	
《青簪行》	新丽传媒（阅文）	
《爱情的开关》	芒果娱乐（芒果超媒）	
《这就是生活》	芒果影视（芒果超媒）	
《青青子衿》	芒果娱乐（芒果超媒）	
东方卫视 2020		参与公司（仅列上市公司）
《若你安好便是晴天》	中影股份	
《瞄准》	天娱传媒（芒果超媒）	
《平凡的荣耀》	华策影视	
《精英律师》	新丽传媒（阅文）	
《新世界》	光线传媒	
《爱情公寓 5》	华策影视	
《隐秘而伟大》	芒果影视（芒果超媒）	
《风暴舞》	慈文传媒	
《暴风眼》	完美世界	
浙江卫视 2020		参与公司（仅列上市公司）
《精英律师》	新丽传媒（阅文）	
《暴风眼》	完美世界	
江苏卫视 2020		参与公司（仅列上市公司）
《光荣时代》	慈文传媒	
《梦在海这边》	幸福蓝海	
《隐秘而伟大》	芒果影视（芒果超媒）	
《幸福还会来敲门》	幸福蓝海	

资料来源：各大卫视招商，天风证券研究所

行业监管边际放松，积压项目陆续上线，从投资维度上看，对上市公司影响在于：

积压的存货有望得到消化，而已确认收入的项目陆续播出，可以带来公司**现金流的改善**，促进新项目的推进。在已经充分认识监管风险的前提下，上市公司在未来项目题材的选择

上会更加谨慎，新开项目未来收入更加有望确认。

积压剧应收账款逐年计提坏账准备，一般按账龄 1 年内 1%，1~2 年 10%，2~3 年 30%计提。
 积压剧播出会冲回减值（前提收到现金流），改善利润。

表 10：重点上市公司库存剧

公司	2019 年前生产的核心库存剧
慈文传媒	《风暴舞》（待定）、《盗墓笔记》（待定）
华策影视	《绝代双骄》（完美共同出品，待定档）
欢瑞世纪	《天下长安》（待定）、《锦衣之下》（待定）、《封神之天启》（待定）

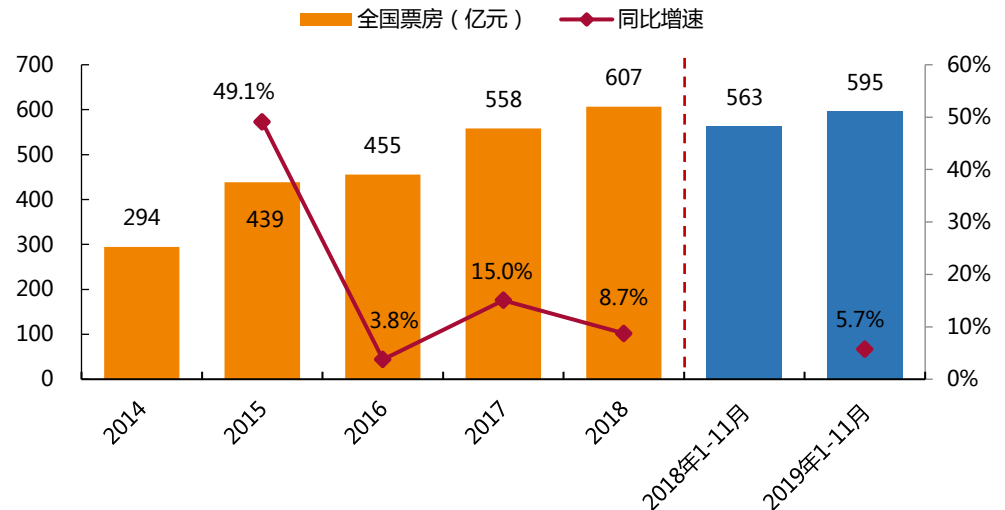
资料来源：公司公告、天风证券研究所

5. 电影：边际改善明显，长期拐点已现

5.1. 规模：票房增速回升超市场悲观预期，国产片供给不足渠道下沉放缓

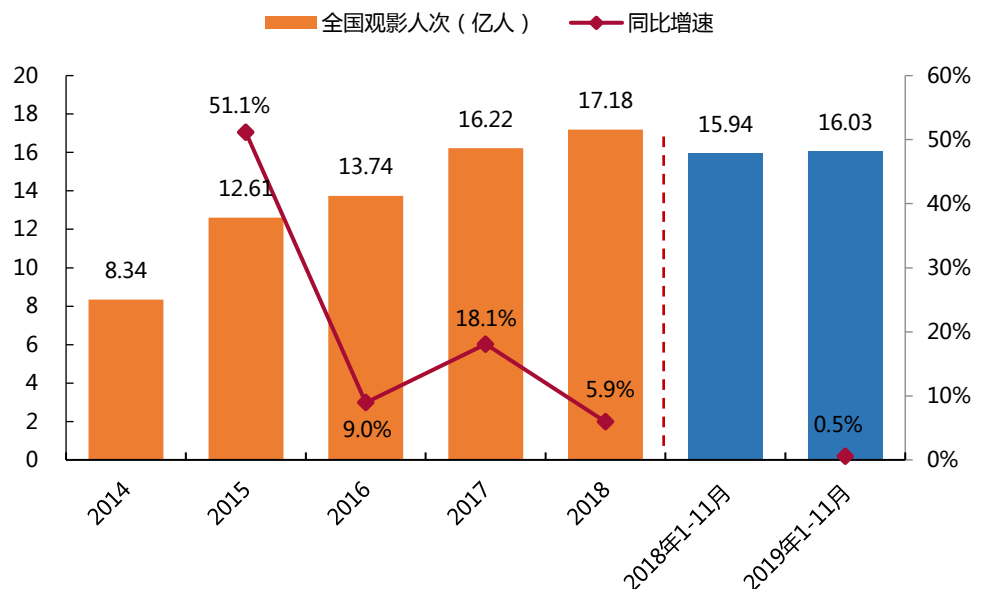
根据艺恩数据，2019 年 1-11 月全国电影总票房（含服务费）595 亿元，同比增长 8.7%，超市场悲观预期，全国观影人次 16.03 亿，同比增长 0.5%。1-11 月含服务费平均票价提升 1.8 元至 37.1 元/张，不含服务费平均票价提升 1.5 元至 34.4 元/张，延续 2017 年以来平均票价的增长趋势。

图 76：2014-2018 年，2018 年 1-11 月和 2019 年 1-11 月全国票房（含服务费）及同比增速



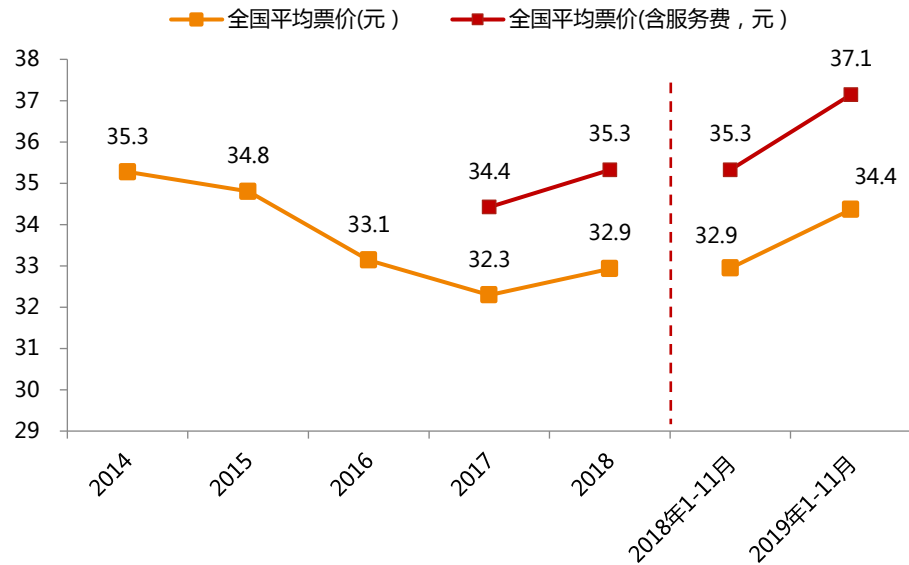
资料来源：艺恩数据，天风证券研究所；注：2017 年同比增速为同口径（不含服务费）票房增速

图 77：2014-2018 年，2018 年 1-11 月和 2019 年 1-11 月全国观影人次及同比增速



资料来源：艺恩数据，天风证券研究所

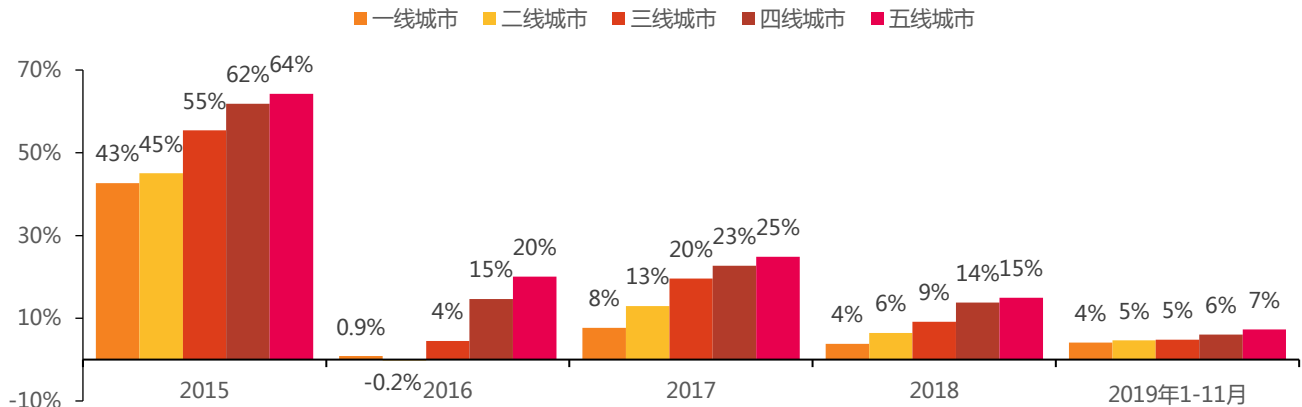
图 78：2014-2018 年，2018 年 1-11 月和 2019 年 1-11 月全国平均电影票价（元）



资料来源：艺恩数据，天风证券研究所

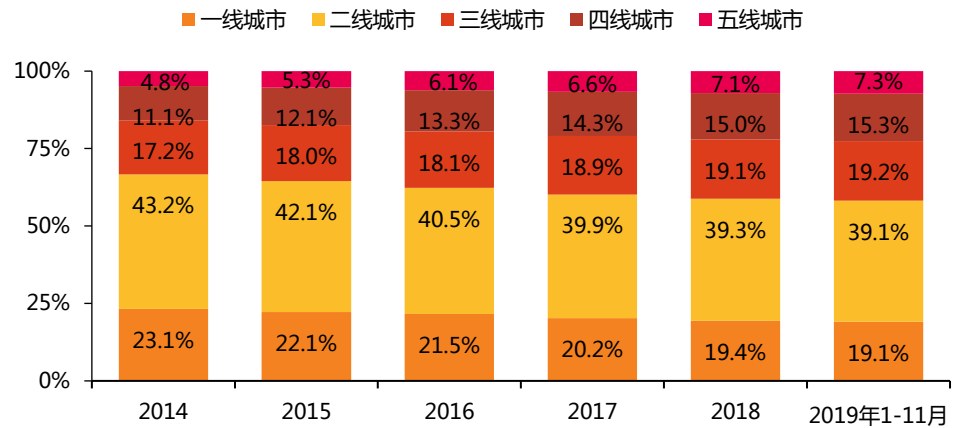
分区域看，三线以下城市票房增速持续高于一二线，但一二线城市票房增长稳定性更高。2019 年 1-11 月一至五线城市相比 2018 年同期票房增速分别为 4.1%/4.7%/4.8%/6.0%/7.3%，整体票房增长放缓下，一二线城市增长保持稳定。三线以下城市票房增速持续高于一二线，因而从票房占比看，一、二线城市票房占比逐渐下降，三线以下城市票房占比持续提升 0.6pct 至 41.8%。

图 79：2014-2019 年分级城市票房增速



资料来源：艺恩数据，天风证券研究所；注：不含服务费，2019 年 1-11 月增速为相比 2018 年 1-11 月票房同口径增速；

图 80：2014-2019 年分级城市票房占比

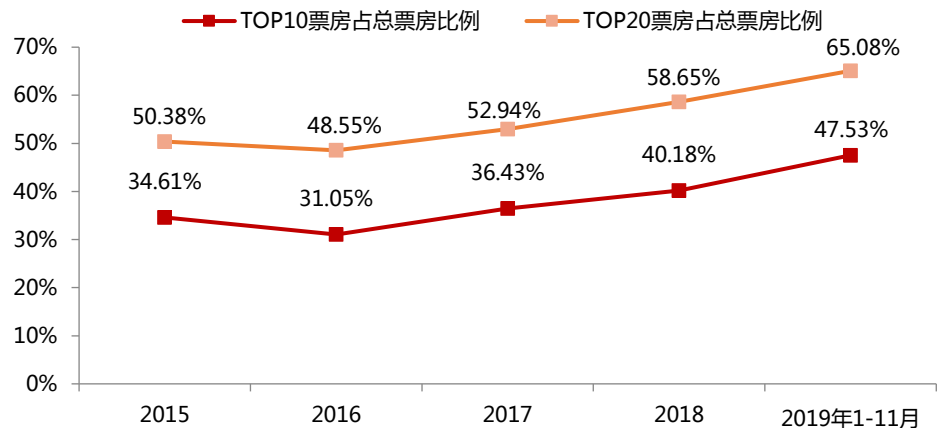


资料来源：艺恩数据，天风证券研究所；注：不含服务费

5.2. 内容：票房分化进一步加剧，国产动画电影表现亮眼

头部内容集中趋势延续，TOP10 和 TOP20 电影票房占比持续提升。2017 年 TOP10/20 影片集中度跳升主要为《战狼 2》带动，此后两项占比持续提升，强化内容集中趋势，2019 年 1-11 月，TOP10 和 TOP20 票房占电影总票房比分别为 47.5%和 65.1%，相比 2018 年进一步提升。

图 81：2015-2019 年 TOP10 及 TOP20 影片票房占比



资料来源：猫眼电影、艺恩电影智库、1905 电影网、天风证券研究所

从具体影片来看，2019 年暑期档动画《哪吒之魔童降世》，国庆档主旋律影片《我和我的祖国》、《中国机长》口碑票房双收。其中，《哪吒之魔童降世》以 49.7 亿的成绩斩获 2019 年度票房冠军，内地票房历史总排行亚军，《流浪地球》、《我和我的祖国》及《中国机长》也进入影史 TOP10。截至 2019 年 11 月底，年度前十影片票房均在 14 亿元以上，观影人次均在 4000 万人以上，前十影片票房合计 283.0 亿元，同比增长 16.0%，占总票房比例达 47.5%。前十影片中，有 8 部国产片，仅有 2 部进口片，且均为大 IP 续集。随着国产片内容质量的提升，进口片的票房优质有所下降。

表 11：2019 年全国电影票房 TOP10 影片

排名	影片名	类型	总票房 (亿元)	票房市占率	观影人次 (亿人)	国家地区	上映日期
1	哪吒之魔童降世	动画/喜剧	49.7	8.3%	1.39	中国	7月26日
2	流浪地球	科幻/剧情	46.5	7.8%	1.04	中国	2月5日
3	复仇者联盟 4：终局之战	动作/奇幻	42.4	7.1%	0.86	美国	4月24日
4	我和我的祖国	剧情	29.8	5.0%	0.80	中国	9月30日
5	中国机长	剧情/传记	28.7	4.8%	0.77	中国	2月5日
6	疯狂的外星人	剧情/喜剧	22.0	3.7%	0.52	中国	2月5日
7	飞驰人生	喜剧/动作	17.2	2.9%	0.41	中国	2月5日
8	烈火英雄	灾难/剧情	16.9	2.8%	0.47	中国	8月1日
9	少年的你	青春/剧情	15.4	2.6%	0.43	中国	10月25日
10	速度与激情：特别行动	动作/惊悚	14.3	2.4%	0.40	美国	8月23日
合计			283.0	47.5%	7.1		

资料来源：猫眼专业版，天风证券研究所；注：票房含服务费，票房截至 11 月底

国产片票房分化进一步加剧，头部内容较强但腰部内容缺乏。2019 年影视行业处于强监管环境中，进口片表现平稳，但国产片改档、撤档现象较多，如暑期档《小小的愿望》、《八佰》临时撤档，导致优质国产片供给不足，二八分化进一步加剧。国产电影中票房 5-10 亿体量的影片数量相比去年同期下滑明显，同时，头部影片表现较好，10 亿以上体量的国产片相比去年同期增加了 1 部。

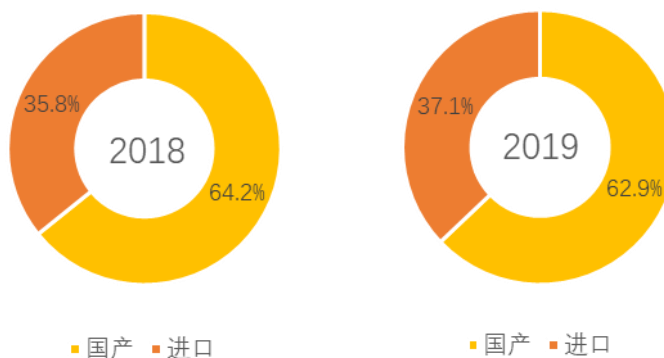
表 12：2018-2019 年国产与进口影片票房情况

	2018 年 1-11 月 国产	2018 年 1-11 月 进口	2019 年 1-11 月 国产	2019 年 1-11 月 进口
10 亿以上（部）	9	6	10	5
5-10 亿（部）	11	5	5	6
1-5 亿（部）	19	24	22	28

资料来源：艺恩电影智库，天风证券研究所

由于中坚力量偏弱，从票房上看，国产片票房占比略有下降。截至 2019 年 11 月底，国产片票房占总票房的比例为 62.9%，相比 2018 年的 64.2%下降了 1.3%。

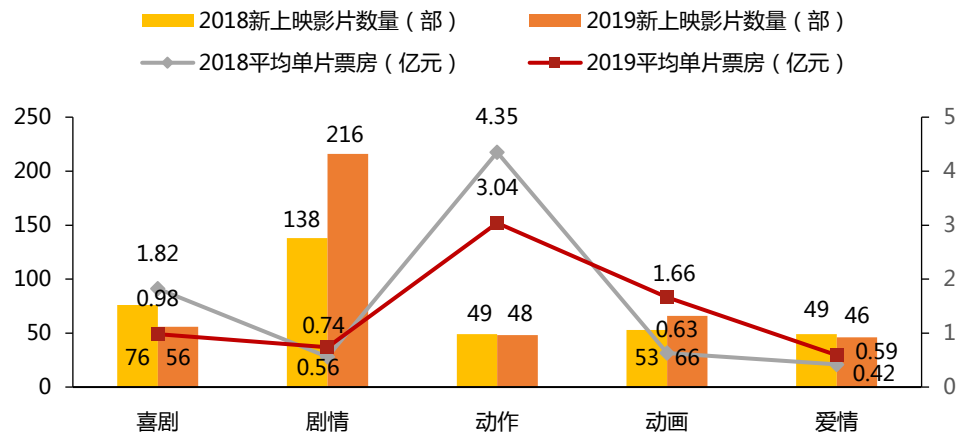
图 82：2018-2019 年国产与进口影片票房占比



资料来源：艺恩电影智库、天风证券研究所；注：数据截止 2019 年 11 月底

从影片类型上看，动画类型电影成为今年最大亮点，数量票房齐上涨。按照影片类型看，截至 11 月 30 日，今年上映动画电影 66 部，比去年增加 13 部，上映剧情片 216 部，比去年增加 78 部。动画片的平均单片票房从 0.63 亿元上升到 1.66 亿元，即使剔除《哪吒之魔童降世》的票房 49.7 亿元，其平均单片票房依然正增长。喜剧片则数量和单片票房都有所下滑，动作片单片票房亦有下滑。

图 83：2018-2019 年各类型影片数量及平均单片票房

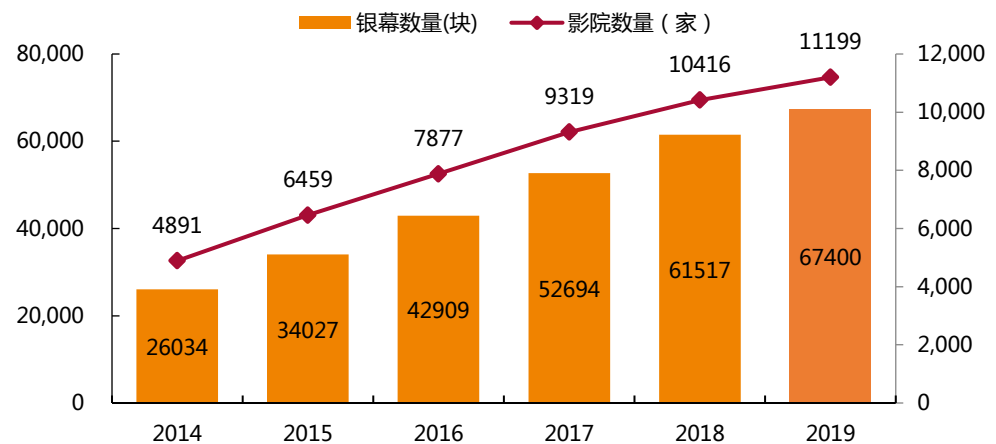


资料来源：艺恩电影智库、天风证券研究所

5.3. 渠道：银幕数增长继续放缓，集中度提升仍需等待

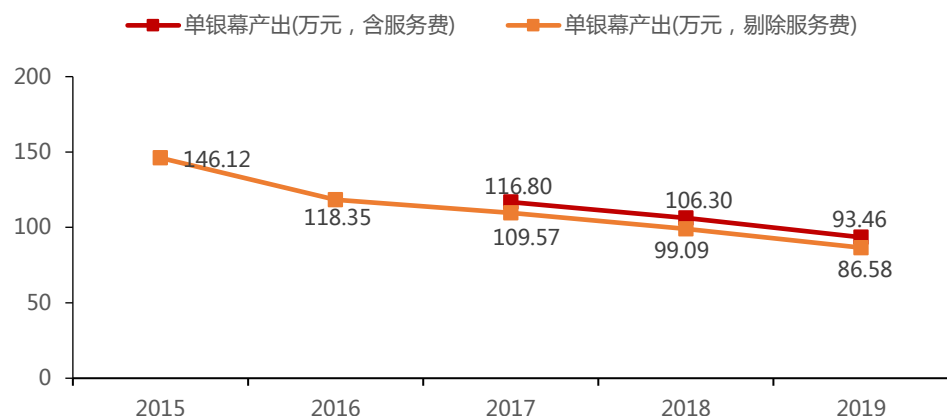
集中度提升仍需等待，但头部影投/院线公司市占率止跌回升。2019 年截至 11 月底 TOP10 影投公司票房市占率合计 36.3%，与 2018 年同期基本持平 (vs 2018 年同比下滑 1.8pct)；TOP10 院线公司票房市占率合计 68.5%，比 2018 年同期提升 1.6pct。影投方面，TOP10 影投公司中万达、CGV、中影、金逸、百老汇和博纳市占率均有不同程度提升，TOP10 院线公司中，万达、大地、上海联合、金逸珠江、华夏联合和幸福蓝海市占率均有不同程度提升。

图 84：2014-2019 年银幕数量和影院数量



资料来源：灯塔专业版，天风证券研究所；注：2019 年数据截至 12 月 7 日

图 85：2015-2019 年单银幕产出



资料来源：灯塔专业版，艺恩数据，天风证券研究所；注：2019 年数据截至 12 月 7 日

表 13：2015-2019 年主要影投公司市占率（不含服务费）

影投市占率	2017	2018	2018 年 1-11 月	2019 年 1-11 月	18-19 年 同比变动
万达	13.7%	13.5%	13.4%	13.4%	0.02%
大地	5.1%	4.7%	4.7%	4.5%	-0.22%
横店	3.8%	3.7%	3.7%	3.7%	-0.08%
CGV	2.9%	2.8%	2.8%	3.0%	0.17%
中影	3.1%	2.8%	2.8%	2.9%	0.03%
金逸	3.1%	2.7%	2.7%	2.7%	0.07%
百老汇	1.5%	1.6%	1.6%	1.6%	0.03%
博纳	1.5%	1.4%	1.4%	1.6%	0.22%
太平洋	1.8%	1.7%	1.7%	1.5%	-0.16%
保利	1.6%	1.4%	1.4%	1.4%	-0.08%
CR10	38.2%	36.4%	36.3%	36.3%	0.003%

资料来源：艺恩数据，天风证券研究所

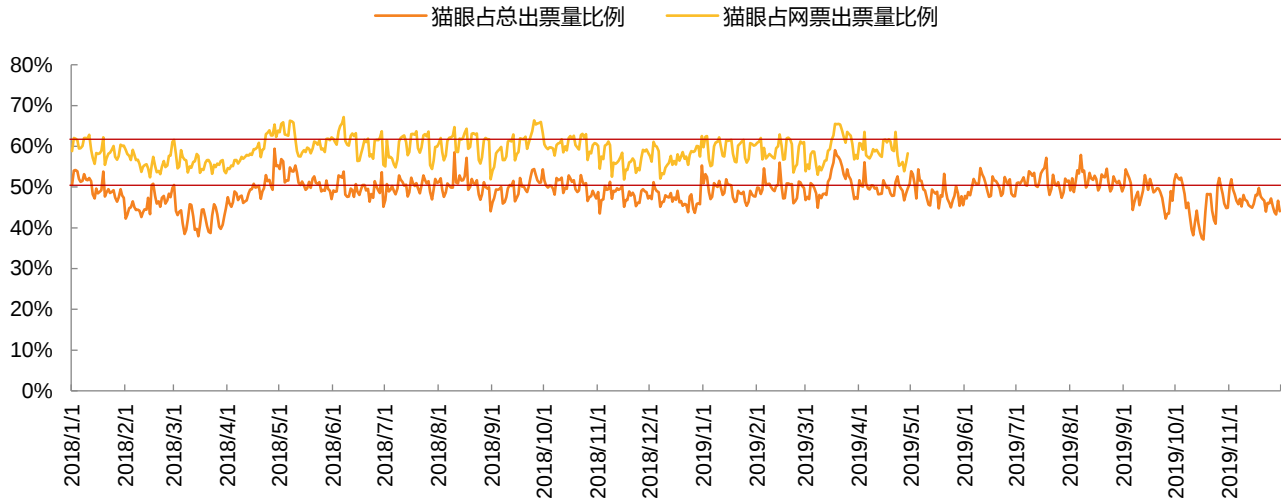
表 14：2015-2019 年主要院线公司市占率（不含服务费）

院线市占率	2017	2018	2018 年 1-11 月	2019 年 1-11 月	18-19 年 同比变动
万达	13.1%	13.6%	13.5%	14.0%	0.5%
大地	8.6%	8.2%	8.1%	9.8%	1.7%
上海联合	8.0%	8.0%	7.9%	8.0%	0.2%
中影南方	7.3%	7.4%	7.5%	7.2%	-0.2%
中影数字	7.2%	7.3%	7.3%	6.7%	-0.6%
中影星美	7.1%	6.4%	6.5%	5.4%	-1.1%
金逸珠江	5.4%	4.9%	4.9%	4.9%	0.0%
横店	4.3%	4.4%	4.4%	4.3%	-0.1%
华夏联合	3.4%	3.5%	3.5%	4.2%	0.7%
幸福蓝海	3.2%	3.4%	3.4%	3.9%	0.5%
CR10	67.7%	67.1%	66.9%	68.5%	1.6%

资料来源：艺恩数据，天风证券研究所

在线票务平台方面，两大平台份额基本稳定。根据猫眼招股说明书，2018 年前三季度，猫眼电影票务业务市占率 61.3%，淘票票市占率为 34.3%。根据猫眼专业版 APP 出票数据，截至 2019 年 4 月底猫眼占网票出票量比例维持在 60%左右；2019 年 1-11 月猫眼平台出票量占观影人次比例上下略有波动，但基本维持在 50%左右，格局保持稳定。

图 86：2018-2019 年猫眼占总出票量及网票出票量比例



资料来源：猫眼专业版，天风证券研究所

5.4. 展望：预计全年票房增速约 5%，春节档影片阵容较强增长有望延续

国庆档及《少年的你》表现超预期助力 10 月票房翻倍增长，为 19Q4 票房增长奠定基础。国庆档《我和我的祖国》及《中国机长》口碑超预期叠加国庆情绪共同推动国庆档票房达 43.98 亿元，同比增长 130.5%，随后《少年的你》上映再掀高潮，助力 10 月票房达 81.6 亿元，同比增长 123.8%，为 19Q4 票房高增长奠定基础。我们中性假设 12 月票房与去年同期持平，则 19Q4 单季度票房增速有望达 36.4%，同时，全年票房增速有望落在 5.3%左右。

图 87：2019Q4 和 2019 年全年票房测算

单位：亿元	2018	2019		
		悲观	中性	乐观
Q1-Q3	489.4	478.8	478.8	478.8
同比增速		-2.2%	-2.2%	-2.2%
10-11月	73.8	116.6	116.6	116.6
同比增速		57.9%	57.9%	57.9%
12月	43.8	41.6	43.8	45.9
同比增速		-5.0%	0.0%	5.0%
Q4	117.6	158.2	160.4	162.6
同比增速		34.5%	36.4%	38.2%
全年	607.0	637.0	639.2	641.4
同比增速		4.9%	5.3%	5.7%

资料来源：艺恩数据，天风证券研究所

18Q4 全国票房表现不佳致院线公司单季度净利润大幅下滑，19Q4 票房高增长，院线公司有望迎来良好的财务表现。18Q4 全国票房仅 117.6 亿，同比大幅下滑 10.5%，且绝对票房数额为近三年来单季度最低。全国票房同比下滑，各影投公司票房收入也随之下滑，由于影院成本中较大比例为较为刚性的固定成本，因而当收入端下滑时，院线公司净利润表现最敏感，18Q4 三家影院上市公司万达电影、横店影视、金逸影视净利润分别为 0.25 亿元、-0.02 亿元和 0.19 亿元，分别同比下滑 90.3%、109.6%和 71.8%。19Q4 单季度票房高增长，院线公司在经营杠杆效应下，单季度将有较好的财务表现。

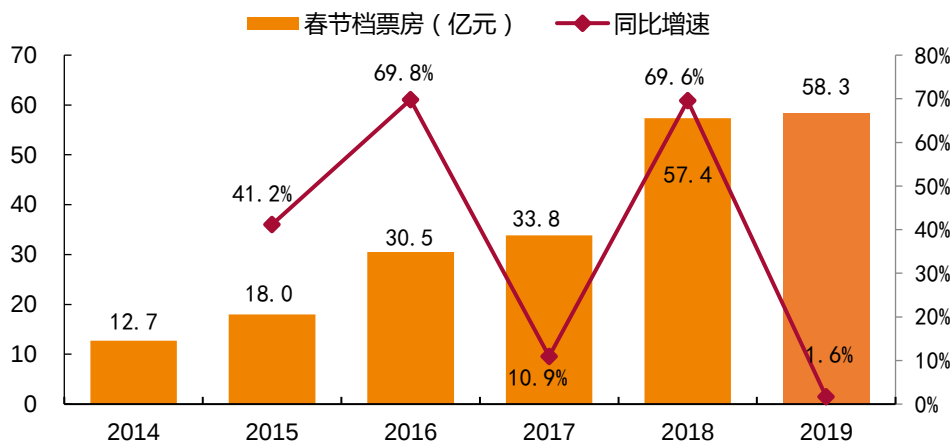
图 88：主要影投公司 18Q4 票房、营业收入及净利润（亿元）

	18Q4影投票房	YoY	18Q4营业收入	YoY	18Q4净利润	YoY
万达电影	16.43	-4.8%	31.84	4.6%	0.25	-90.3%
横店影视	4.18	-14.3%	5.18	-10.9%	-0.02	-109.6%
金逸影视	3.40	-7.0%	4.55	-17.5%	0.19	-71.8%

资料来源：公司公告，艺恩数据，天风证券研究所

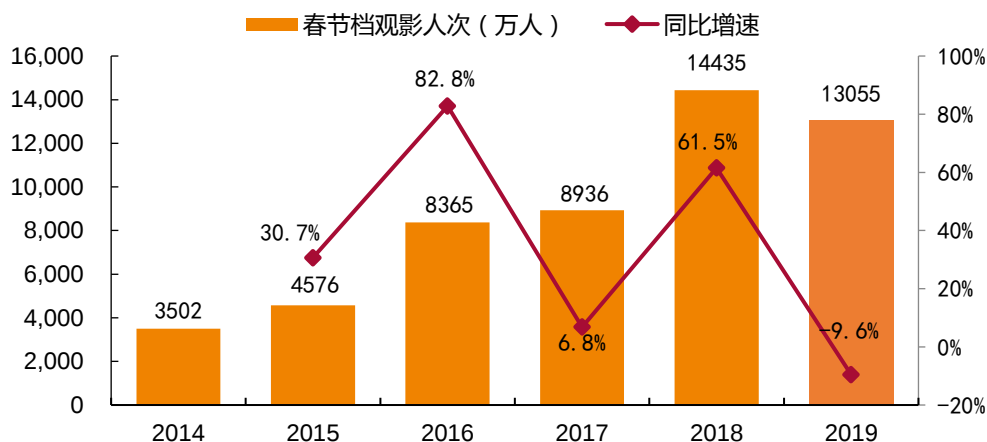
2020 年春节档优质影片供给充足，市场回暖有望延续。回顾过去 6 年春节档数据，票房收入持续增长。从 2014 年起，春节档票房（不含服务费）从 12.7 亿上升到 2019 年的 58.3 亿。2019 年春节档平均票价同比上涨 4.02 元/张至 41.65 元/张，由于票价提升延缓部分观影需求，观影人次同比下滑 9.6%至 1.31 亿人，导致票房增速不及预期。

图 89：2014-2019 年春节观影档票房及同比增速



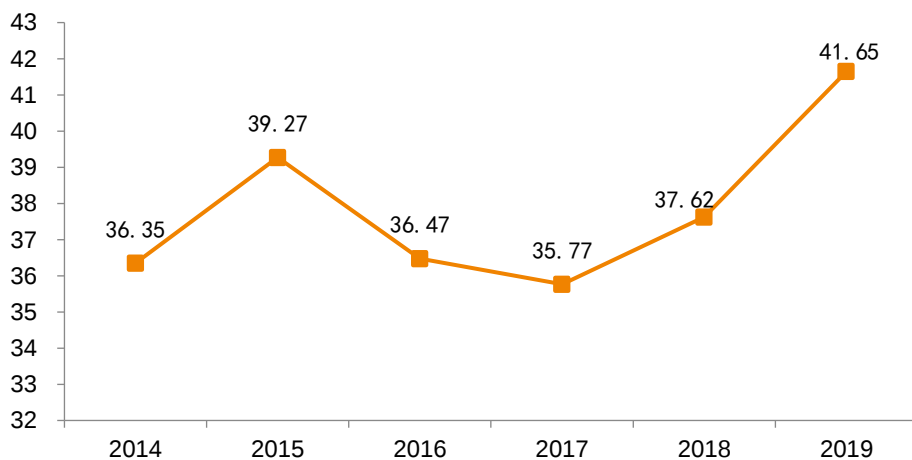
资料来源：艺恩数据，天风证券研究所；注：春节档为每年初一至初六

图 90：2014-2019 年春节档观影人次及同比增速



资料来源：艺恩数据，天风证券研究所；注：春节档为每年初一至初六

图 91：2014-2019 年春节档平均票价（不含服务费，元）



资料来源：艺恩数据，天风证券研究所；注：春节档为每年初一至初六

但春节档仍为片方必争档期，当前已有较多优质影片定档。截止 10 月 31 日，拟定档 2020 年大年初一电影有 9 部，包括《唐人街探案 3》《姜子牙》《紧急救援》《中国女排》《囧妈》

等。当前，猫眼专业版想看人数超过 10 万的影片有 3 部：

1) 万达影视、中国电影出品，陈思诚导演，王宝强、刘昊然、张子枫主演的系列电影《唐人街探案 3》，其前作《唐人街探案 1》和《唐人街探案 2》票房分别为 8.19 亿元（2015 年）和 33.97 亿元（2018 年）。

2) 光线传媒旗下彩条屋出品的动画电影“神话三部曲”之二《姜子牙》，其前作《哪吒之魔童降世》在 2019 年暑期档取得 49.72 亿票房，票房神话有望延续。

3) 林超贤导演，彭于晏、王彦霖、辛芷蕾主演的《紧急救援》，林超贤导演擅长大场面动作电影，其作品《湄公河行动》《红海行动》票房分别为 11.86 亿元和 36.50 亿元。

此外，徐峥导演并主演的《囧妈》，陈可辛导演、巩俐主演的《中国女排》亦具备高票房潜质，优质影片加持下，2020 年影市有望迎来开门红。

图 92：2020 年春节档定档影片信息

序号	影片名称	上映时间	类型	导演	主演	出品方
1	唐人街探案3	2020年大年初一	喜剧/动作	陈思诚	王宝强、刘昊然、张子枫	万达影视、壹同传媒、中国电影
2	姜子牙	2020年大年初一	动画/奇幻	程腾、李炜	-	光线影业、彩条屋、中传合道
3	紧急救援	2020年大年初一	动作/剧情	林超贤	彭于晏、王彦霖、辛芷蕾	人民交通出版社、中视时尚、英皇影业、腾讯影业、博纳影业、高德云图科技、猫眼影业
4	囧妈	2020年大年初一	剧情/喜剧	徐峥	徐峥、袁泉、沈腾	欢喜传媒、真乐道文化
5	中国女排	2020年大年初一	剧情/运动	陈可辛	巩俐、吴刚	薯片文化、伯乐影视
6	急先锋	2020年大年初一	动作/冒险	唐季礼	成龙、杨洋、艾伦	中影国际文化、中国电影、腾讯影业、礼想境界影视、深圳广电影视
7	金禅降魔	2020年大年初一	剧情	彭发、王凯、程中豪	释小龙、胡军、姚星彤	上海豪颖影视、上海友鹏文化
8	大红包	2020年大年初一	爱情/喜剧	李克龙	包贝尔、克拉拉	克龙影业、大宋如歌影业、纵横四海影业、嘉恒时代影业
9	熊出没·狂野大陆	2020年大年初一	喜剧/科幻/动画	丁亮	张伟、张秉君、谭笑	华强方特

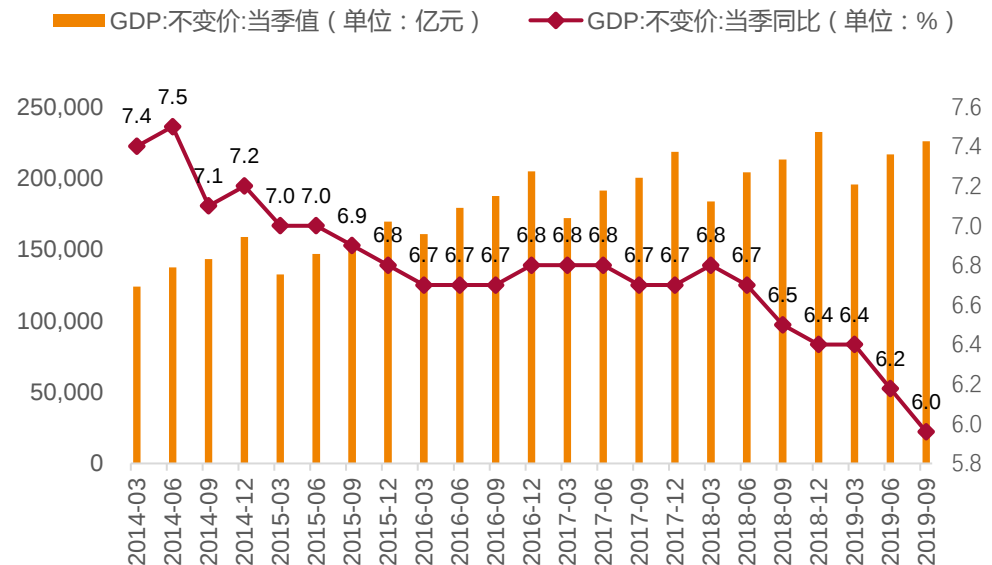
资料来源：猫眼专业版，天风证券研究所

6. 营销：把握底部价值，等待拐点明确

6.1. 宏观经济未有显著修复，作为经济后周期的广告行业密切关注指标变化

2019 年三季度 GDP 增速延续放缓，静待明确拐点。2019 年前三季度 GDP 实际同比增长 6.2%，上年同期值 6.7%；其中，三季度 GDP 实际同比增长 6.0%，前值 6.2%，上年同期值 6.5%。主要系 5 月之后中美经贸摩擦波澜再起，消费、投资及外需等驱动经济增长的“三驾马车”，以及工业生产等都在不同程度地受到负面影响。

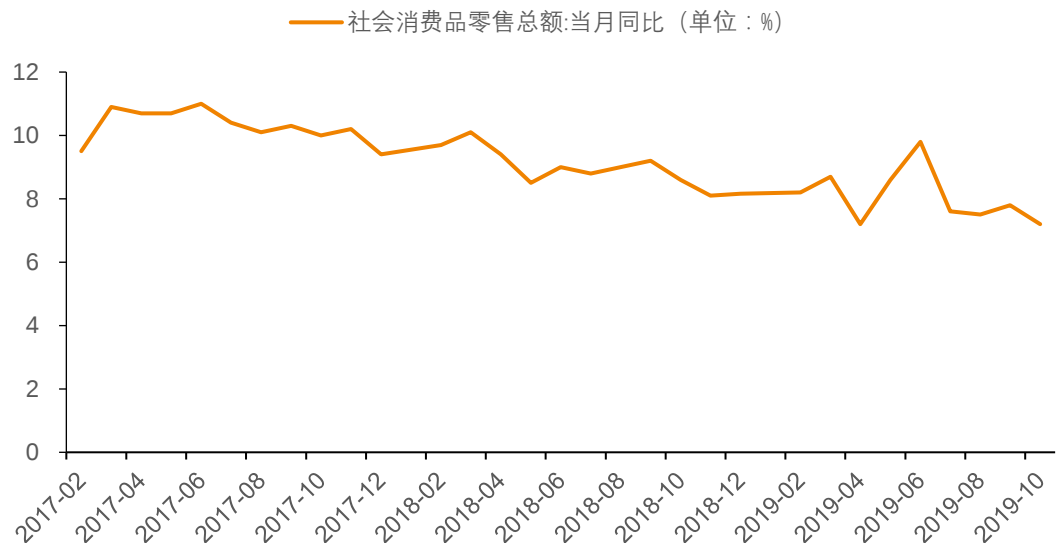
图 93：2014-2019Q3 国内生产总值当季值及同比增速



资料来源：国家统计局、天风证券研究所

社会消费方面，2019 年 10 月份，社会消费品零售总额 38104 亿元，同比名义增长 7.2%，创下新低。

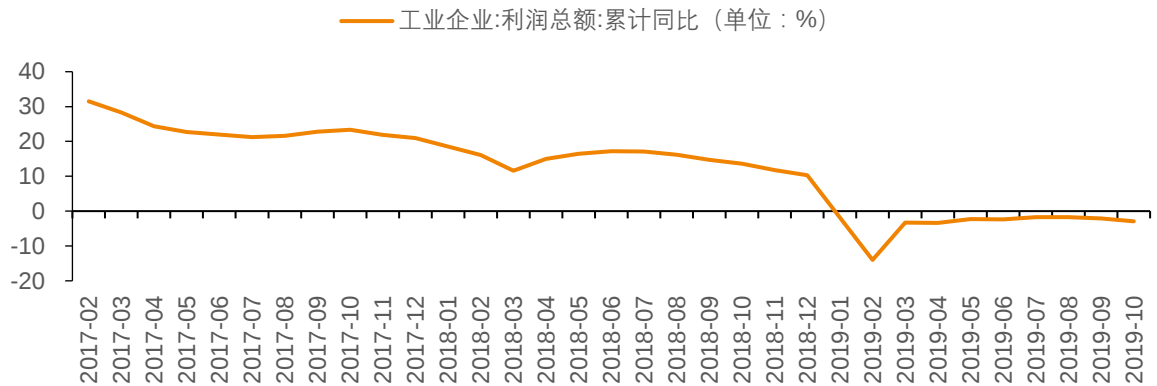
图 94：2017 年到 2019 年 10 月社会消费品零售总额当月同比增速



资料来源：国家统计局、天风证券研究所

广告支出相对企业利润存在滞后效应，业绩持续增长的预期下企业才会根据需求加大广告投放力度，而预期不好时会收缩广告预算。工业企业利润方面，进入 2019 年后，数据一直表现不佳，2019 年 8 月到 10 月连续三个月累计同比增速为负，分别为-1.7%、-2.1%、-2.9。需求回落，在工业企业利润低预期的情况下广告投放景气度也会受到影响。

图 95：2017 年 2 月至 2019 年 10 月工业企业利润总额累计同比增速



资料来源：国家统计局、天风证券研究所

全球广告市场表现亦不容乐观，拐点或出现在 2020 年。日本电通安吉斯集团 19 年 6 月发布最新全球广告支出报告显示，全球广告支出总额预计达 6099 亿美元，同比增长 3.6%，较 19 年 1 月预测值下调 0.2pcts，反映增长势头显著放缓，出现富有挑战性的经济环境。不过在全球广告支出增长及经济表现都有望企稳。在欧洲杯、2020 年东京奥运会和残奥会、美国总统大选等事件推动下，全球广告增长有望在 2020 年达到 4.1%。值得一提的是，该报告将原 1 月预测的中国市场广告支出增速大幅下调 1.6pcts，与国内广告行业预期变化较为一致。

表 15：电通安吉斯集团 19 年 6 月发布的全球广告支出同比增长预测值（单位：% ，括号中为 19 年 1 月预测数据）

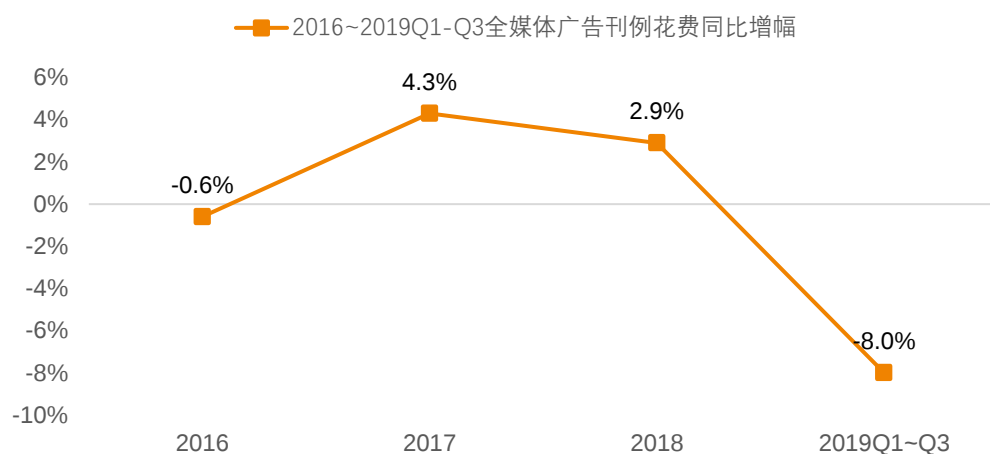
	2018 年实际数据	2019 年预测数据	2020 年预测数据
全球	4.3(4.1)	3.6(3.8)	4.1(4.3)
其中：美国	3.4(3.4)	3.1(3.0)	3.6(3.6)
中国	7.7(7.8)	5.4(7.0)	6.9(6.4)
其中：移动广告	29.7(25.8)	21.4(19.2)	17.7(16.6)
电脑广告	-2.3(-2.8)	-4.5(-1.8)	-2.6(-2.8)
展示广告	11.5(12.2)	9.0(11.7)	9.3(9.7)
在线视频	29.0(27.8)	20.5(20.0)	18.6(16.7)
社交媒体	30.4(21.9)	19.8(18.4)	19.0(14.6)
付费搜索	11.6(9.5)	9.0(9.2)	8.1(7.9)
分类广告	6.2(7.2)	5.3(6.8)	5.8(5.1)

资料来源：电通安吉斯、天风证券研究所

6.2. 广告行业景气度仍需等待拐点，但建议关注底部价值

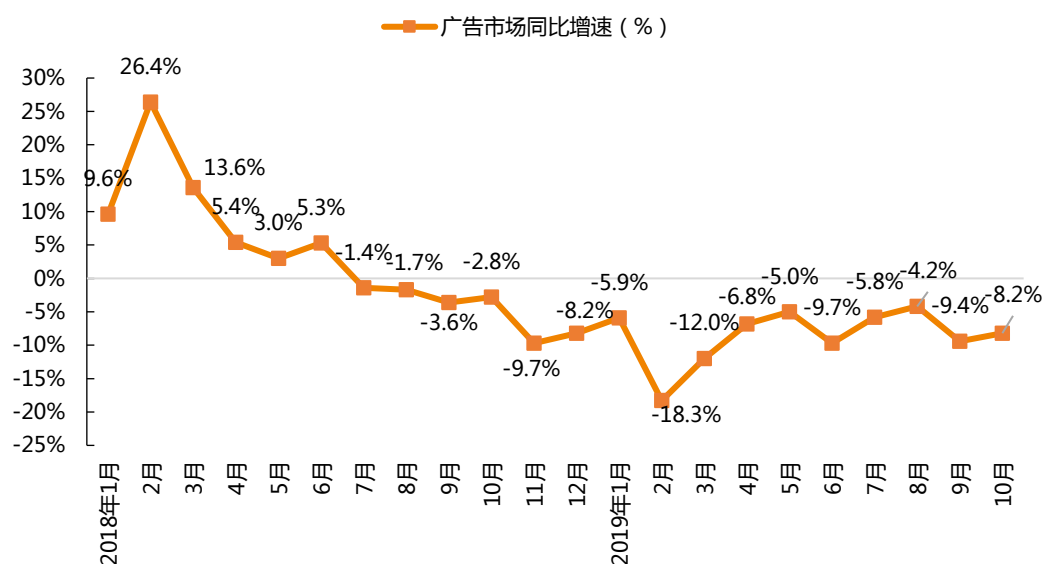
广告行业降幅有所收窄，但仍需等待拐点。根据 CTR 媒介智库数据，19 年 2 月广告降幅达到 -18.3%，随后持续收窄，18 年 8-10 月全媒体广告花费（不含互联网）同比下滑 -4.2%/-9.4%/-8.2%，目前依然处于负增长。而 19Q1~Q3 各广告细分行业刊例花费同比均有显著下滑，而互联网（非移动端）刊例花费更是近三年首次出现负增长。

图 96：2016 年至今全媒体广告花费年度同比变化（不含互联网）



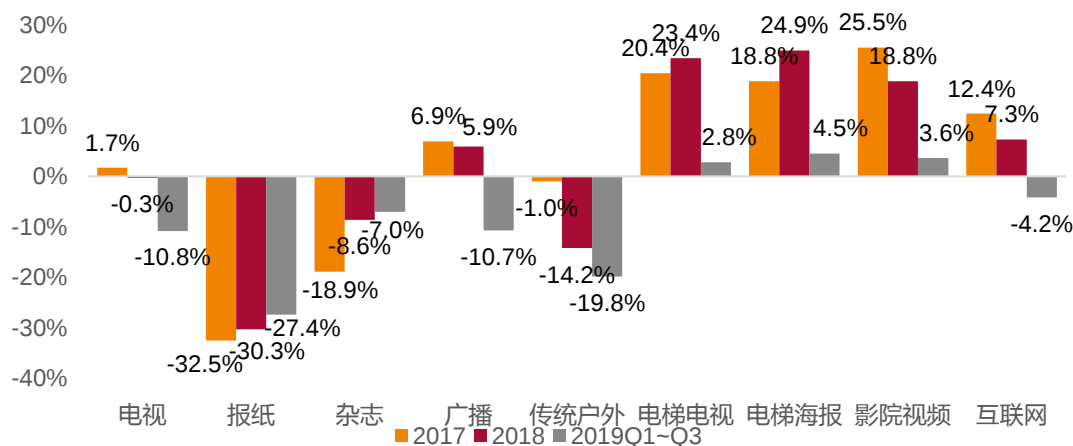
资料来源：CTR、天风证券研究所

图 97：2018-2019 年全媒体广告花费月度同比变化（不含互联网）



资料来源：CTR、天风证券研究所

图 98：2017-2019 年 Q1-Q3 各媒介广告刊例花费变化

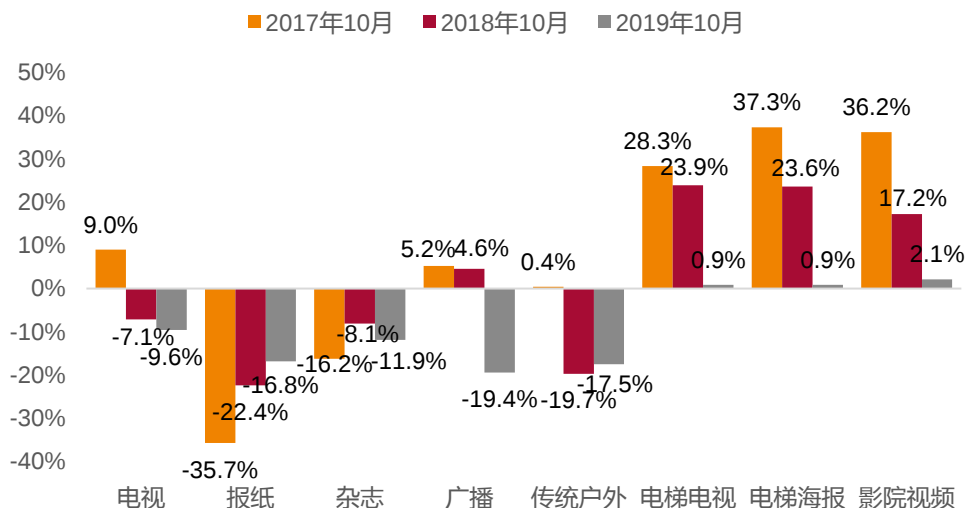


资料来源：CTR、天风证券研究所

注：

1. 以 CTR 媒介智讯的监测范围做统计，同比增幅均以前一年 1 月监测范围为基准
2. 媒体范围：电视、电台、报纸、杂志、传统户外、电梯电视、影院视频、电梯海报、交通类视频（移动公交视频、地铁视频）、互联网（非移动端）
3. 电视、电台、报纸、杂志、传统户外、交通类视频（移动公交视频、地铁视频）、互联网的广告费不含以下免费项目：杂类、传媒业、市场研究及咨询服务
4. 广告费以媒体公开报价为统计标准，不含折扣；
5. 电视频道广告监测时间为 17:00—24:00

图 99：2017 年 10 月~2019 年 10 月各媒介广告刊例花费变化



资料来源：CTR、天风证券研究所

注：1. 以 CTR 媒介智讯的监测范围做统计，同比增幅均以前一年 1 月监测范围为基准

2. 媒体范围：电视、电台、报纸、杂志、传统户外、电梯电视、影院视频、电梯海报、交通类视频（移动公交视频、地铁视频）、互联网（非移动端）
3. 电视、电台、报纸、杂志、传统户外、交通类视频（移动公交视频、地铁视频）、互联网的广告费不含以下免费项目：杂类、传媒业、市场研究及咨询服务
4. 广告费以媒体公开报价为统计标准，不含折扣；
5. 电视频道广告监测时间为 17:00—24:00

从各大互联网企业 2019 前三季度看，除转化率高的电商广告以及靠“量”增长的信息流广告外，互联网行业广告整体增速可圈可点。分板块看：

- 1) 电商广告维持 15%~30%以上增速的高景气度，由于电商平台自带消费属性，转化率高，且消费数据更利于精准投放及投后监测，阿里巴巴、京东作为中国广告市场规模最大的公司，19 年前三季度广告收入增速仍大幅领先。海外最大电商平台 Amazon19 年前三季度广告收入同比增长 36.7%；
- 2) 社交广告靠“量”实现增长，但增速不及预期：以信息流广告为主要形式的社交广告，尽管多个社交平台通过提升加载率拉动增长，但由于广告库存供给增加竞争激烈叠加广告主需求疲软，广告单价有所下降。海外社交广告巨头 Facebook19 年前三季度广告收入同比增长 27.5%；
- 3) 搜索广告收入略有下滑：百度 19 年前三季度广告收入达 573 亿元，同比下降 5.6%。海外搜索巨头 Google19 年前三季度同比增长 16.2%。

表 16：2019 年前三季度主要公司广告收入表现

公司	单位	19Q1	同比增速	19Q2	同比增速	19Q3	同比增速
阿里巴巴	百万元	30,119	30.99%	41,950	26.93%	41,300	25.46%
腾讯	百万元	18,366	25.15%	16,409	16.29%	18,366	13.04%
百度	百万元	17,657	2.84%	19,237	-8.68%	20,434	-9.11%
微博	百万美元	341	12.61%	371	0.27%	412	0.73%
京东	百万元	8,144	26.56%	19,221	25.45%	9,986	28.82%
爱奇艺	百万元	2,119	0.40%	2,201	-15.93%	2,067	-13.73%
分众传媒	百万元	2,611	-11.80%	3,106	-25.16%	3,189	-15.34%
Google	百万美元	30,720	15.31%	32,601	16.07%	33,916	17.14%
Facebook	百万美元	14,912	26.43%	16,624	27.50%	17,385	28.41%
Amazon	百万美元	2,716	33.73%	5,718	35.34%	9,304	38.45%

资料来源：公司公告、天风证券研究所

7. 投资建议

互联网：娱乐领域关注游戏国内复苏且海外崛起、广告明年回暖、金融强变现潜力的【腾讯】，明年游戏产品线丰富且海外持续贡献增量、战略聚焦核心业务发展的【网易】；积极关注用户加速泛化但仍维持社区氛围、变现多元化进展积极的【哔哩哔哩】；关注【欢聚时代】海外用户增长及盈利进展。电商领域，考虑行业较高景气度，建议关注龙头【阿里巴巴】，受益于下沉市场消费升级的【拼多多、唯品会】，借助“京喜”获取下沉用户增量的【京东】，双十一高增长的【值得买、壹网壹创】，以及受益于直播带货的头部公司。

游戏：板块继续维持良好的盈利能力，优质公司业绩表现突出，关注板块年底估值切换及5G、云游戏、VRAR等主题催化：关注A股龙头【三七互娱、完美世界】、低估值修复【游族网络、世纪华通、掌趣科技】、业绩稳定+高分红龙头【吉比特】、云游戏/5G概念【顺网科技、巨人网络、凯撒文化、宝通科技】等。

视频：从2019年用户使用时长来看，内容缺乏下用户使用时长仍维持稳定，短视频冲击逐步减弱。虽广告受到经济周期一定的影响，在头部内容上线放缓情况下，付费会员依旧维持较快增速，截止2019年上半年爱奇艺、腾讯视频和芒果TV付费会员数分别达1.005亿、9690万和1501万，分别同比增长49.8%、30.9%和149.8%，单平台会员数首次实现破亿。视频平台运营和内容持续创新，推出超前付费点映、互动剧等新模式，重视5G应用。【芒果超媒】继续持续推荐，关注【爱奇艺】。

从上游看，头部公司开机有望逐步恢复，华策影视已开机《有翡》，我们建议，关注电视剧板块环比改善，以及电视剧公司的开机情况，关注电视剧制作公司【慈文传媒、华策影视、欢瑞世纪、新文化等】。

电影：从暑期档《哪吒》表现超预期开始，电影板块边际改善明显，预计19Q4单季度票房同比增长30%+；春节档1月开启，重磅影片已基本定档，期待值较高影片包括《唐人街探案3》（万达电影、中国电影出品）、《姜子牙》（光线传媒出品）、《紧急救援》（猫眼娱乐参与出品）、《中国女排》等，2020年影市有望迎来开门红，建议重点关注电影行业Q4至明年拐点机会。关注电影渠道【万达电影、横店影视、中国电影、IMAX CHINA】等以及内容方【光线传媒、猫眼娱乐】，根据项目关注弹性【华谊兄弟、北京文化、金逸影视、阿里影业】等。

营销：受宏观经济影响，拐点仍待明确，但建议关注板块复苏弹性投资价值。根据宏观经济及CTR广告投放数据，整体广告市场仍处于调整阶段，虽然19年2月开始整体跌幅有轻微收窄，但回暖拐点仍未明朗。但我们认为展望明年：1）宏观经济企稳，广告主投放下降空间有限，只要拐点明朗，恢复弹性较大；2）2020年是体育赛事大年，有望刺激品牌广告主的营销支出；3）新经济（互联网）广告主投放已基本触底，有望期待增长。

建议关注【分众传媒】（成本费用控制有效的预期下，广告龙头业绩弹性大），广告代理【蓝色光标、华扬联众、利欧股份、省广集团】（受益于体育等强周期影响，经济复苏周期具备经营杠杆弹性），数据和技术驱动的互联网营销服务商【每日互动】。

此外，A股独角兽公司关注价值龙头【东方财富、视觉】，以及细分领域龙头【三六零、拉卡拉】，运营商业务协同【平治信息、新媒】；2020年将迎来大年的体育板块，关注手握核心版权龙头公司、【星辉】及美股【万达体育】等；VR直播是重要应用，VRAR产业链关注【恒信东方、岭南股份】等；政策扶持类公司持续关注，包括融媒体大趋势【人民网、新华网、中视传媒、浙数】、广电关注后续整合及5G进展；出版防御性强，关注【中信出版、新经典、中国出版、中南传媒、凤凰传媒】等。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com