

证券研究报告：行业策略

2019年12月23日

【传媒互联网行业2020年策略报告】
盈利回升质量改善，5G驱动估值修复



顾晟 分析师

执业证书编号：S0680519100003

马继愈 分析师

执业证书编号：S0680519080002

吴璐 研究助理

核心观点

- ▶ **变化是核心关键词，低估值安全边际下，业务边际变化成为催化股价核心因素。**经历三年调整后目前传媒行业PE为27x，处于历史估值底部区域。若我们将个股进行行业的进一步划分，目前游戏（27x）、出版（15x）和广电（6x）处于历史估值的最低水平。低估值低预期为传媒板块上涨提供基础。整理19年传媒板块涨幅榜发现，变化是核心关键词，一方面以壹网壹创、值得买等为代表的具有新业务模式的新股上市给投资者带来足够回报，另一方面以人民网为代表的顺应潮流发展新业务的公司和以三七互娱为代表的创新提高核心业务竞争力的公司领涨今年传媒板块。
- ▶ **ROE的触底回升对于板块整体估值提升有自然修复，而现金流情况的好转提升板块的盈利质量，叠加资产负债表风险较为充分释放，传媒板块上涨具有基本面支撑。**2016年以来，由于受行业监管趋严和二级市场流动性紧缩及并购监管趋严影响，传媒板块盈利能力下滑，资产负债表风险不断加大。在经历18年的行业供给侧改革后，19年来各细分板块盈利逐渐触底，资产负债表质量提升，部分板块经营性现金流净额开始改善：1) 18年传媒板块大量公司计提商誉减值，商誉风险充分释放，当前商誉/净资产比值均处于历史最低位；2) 截止2019Q3，游戏、影视剧制作板块ROE明显回升，出版、院线、电影制作板块ROE保持稳定；3) 经营性现金流净额方面，游戏板块连续两个季度好转，其余板块出现明显季度性改善，板块盈利质量改善。
- ▶ **展望2020，5G时代即将到来，新应用陆续出现，行业有望再次迎来腾飞。**复盘3G向4G迁移，技术-硬件-内容”为核心传导路径。4G时代“高性能+低延迟”特点使得用户消费习惯迅速向移动端迁移，带动移动互联网内容产业快速爆发，重度手游、网络剧等新兴形式出现，布局相关业务的上市公司受益行业红利期的爆发式增长，业绩估值双升。5G时代内容产业发展有望复制4G时代变化，5G到来对于现有内容形式将带来两方面巨大机会，一是对于现有内容形式的产业链改造，例如云游戏有望改变传统游戏分发模式，降低重度游戏入门门槛；二是全新内容形式的产生，例如VR/AR游戏、沉浸式互动视频等。现有行业龙头有望率先受益。
- ▶ **风险提示：**行业政策监管变化；产品表现不及预期；流量生态变化风险；竞争格局恶化风险；行业景气度下滑；风险商誉减值风险

- 1. 市场回顾：估值仍处于绝对历史底部，变化成为行业关键词
- 2. 细分板块：资产负债表出清，行业格局改善
- 3. 展望5G：内容行业变革元年估值修复先行，云游戏和超高清视频有望率先走出
- 4. 建议关注个股及估值

1. 市场回顾：估值仍处于绝对历史底部，变化成为行业关键词

- ▶ 低估值依旧是传媒板块目前最大特征。经历三年调整后目前传媒行业PE为27x，处于历史估值底部区域。若我们将个股进行行业的进一步划分，目前游戏（27x）、出版（15x）和广电（6x）处于历史估值的最低水平。低估值低预期为传媒板块上涨提供基础。
- ▶ 变化是核心关键词，低估值安全边际下，业务边际变化成为催化股价核心因素。整理19年传媒板块涨幅榜发现，变化是核心关键词，一方面以壹网壹创、值得买等为代表的具有新业务模式的新股上市给投资者带来足够回报，另一方面以人民网为代表的顺应潮流发展新业务的公司和以三七互娱为代表的创新提高核心业务竞争力的公司领涨今年传媒板块。

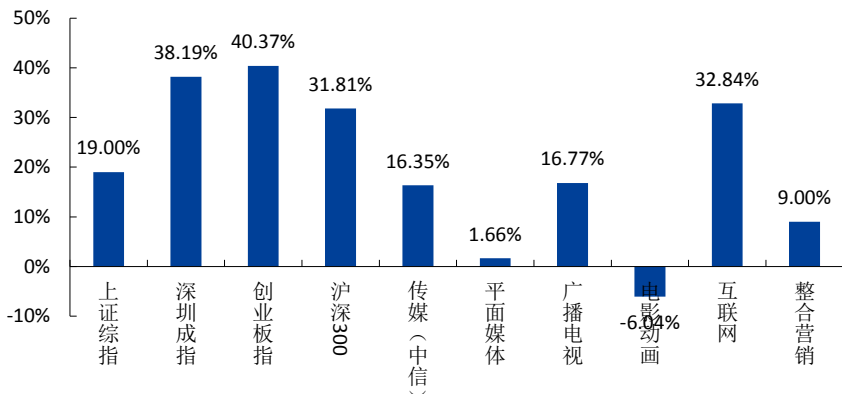
图表：传媒板块2019涨幅榜（截止2019.12.18）

	证券代码	证券简称	年涨跌幅 (%)	涨跌幅分析
1	300792.SZ	壹网壹创	204.30	新股
2	300785.SZ	值得买	160.95	新股
3	603000.SH	人民网	156.42	内容审核新业务
4	002555.SZ	三七互娱	134.40	平台化发行能力加强
5	002605.SZ	姚记科技	115.90	布局游戏业务
6	300770.SZ	新媒股份	115.84	新股
7	300788.SZ	中信出版	114.22	新股
8	603444.SH	吉比特	107.43	优质游戏公司
9	600640.SH	号百控股	89.67	发力5G下平台化发行能力
10	300113.SZ	顺网科技	69.32	顺网云、云PC等新业务
11	300766.SZ	每日互动	67.99	新股
12	002235.SZ	安妮股份	62.72	区块链应用下的知识产权保护业务进展顺利
13	603888.SH	新华网	60.06	国有互联网公司
14	300315.SZ	掌趣科技	53.82	管理层改善下的底部反转
15	600088.SH	中视传媒	51.42	国有互联网公司

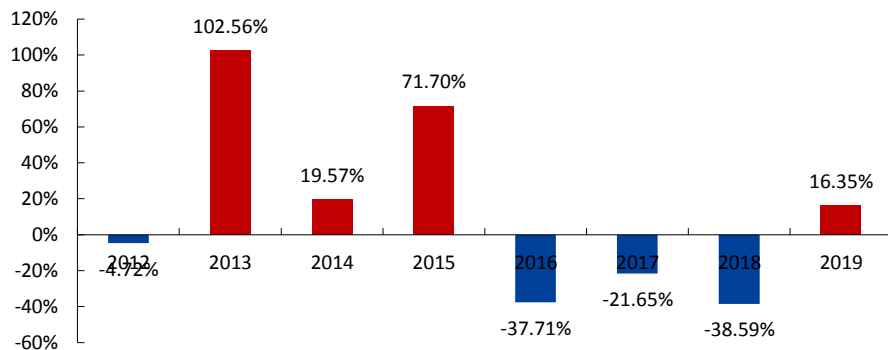
1.1.1 市场回顾：传媒板块年初至今累计上涨16.35%，估值仍处于绝对历史底部

► 2019年年初至今（截至12.13）传媒（中信）指数累计上涨16.35%，跑输上证综指2.65pct。传媒板块涨幅处于全行业第18，整体走势好于过去三年。各子行业中，互联网（32.84%）、广播电视（16.77%）和整合营销（9.00%）涨幅较大，电影动画（-6.04%）全年指数仍有所下跌。

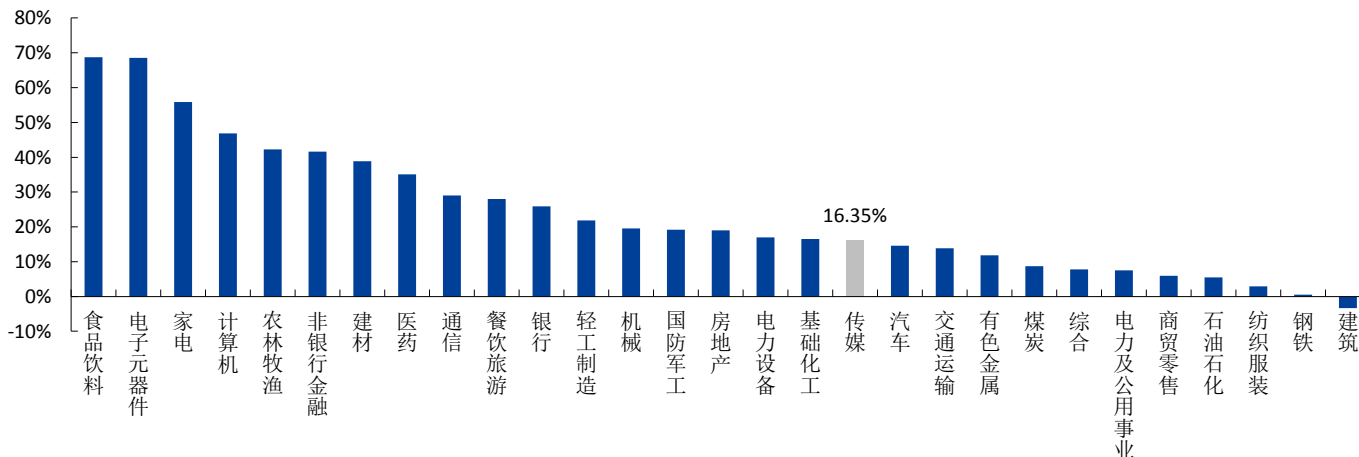
图表：2019年年初至今传媒各子行业及大盘涨跌幅对比



图表：2012-2019年传媒指数涨跌幅



图表：2019年年初至今各板块涨跌幅



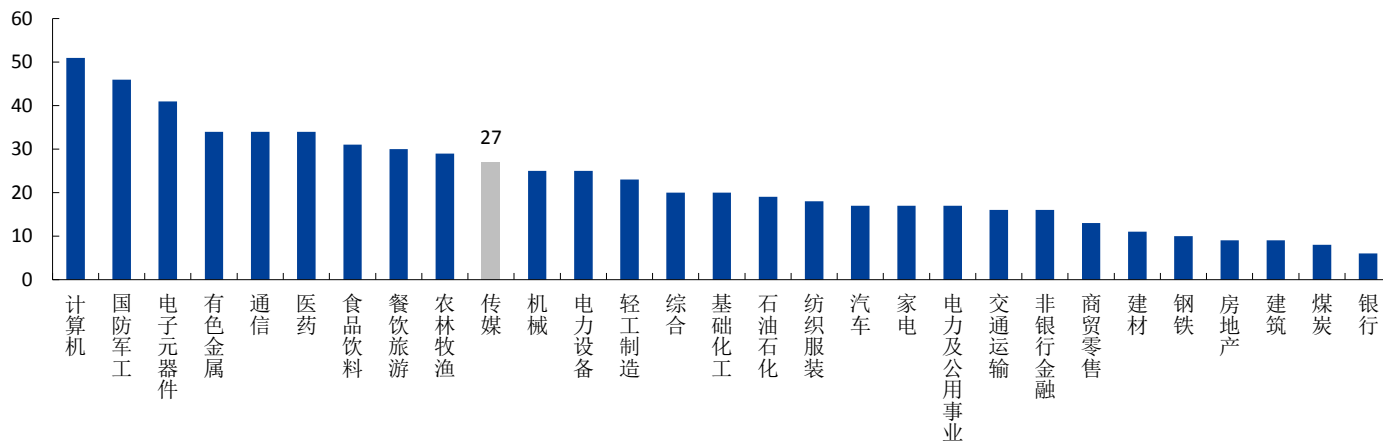
1.1.1 市场回顾：传媒板块年初至今累计上涨16.35%，估值仍处于绝对历史底部

估值层面，由于2018年板块大幅计提资产减值损失导致利润为负，目前传媒行业整体动态市盈率为负，因此我们采用PE(TTM)剔除负值后的整体法进行对比。可以看到，经历三年调整后目前传媒行业PE为27x，处于历史估值底部区域。PE水平在全行业中处于中上水平，估值低于计算机、电子、通信及医药、食品饮料等。

图表：2012年至今传媒行业动态市盈率变化（整体法，剔除负值）



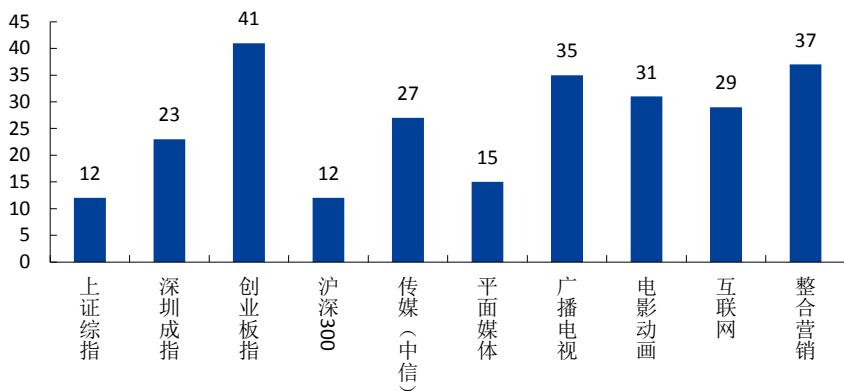
图表：各板块PE（TTM，整体法，剔除负值）



1.1.1 市场回顾：传媒板块年初至今累计上涨16.35%，估值仍处于绝对历史底部

从各子行业估值水平看，除平面媒体（15X）外，其他子版块PE处于30-40x区间。但是，若我们将个股进行行业的进一步划分，目前游戏（27x）、出版（15x）和广电（6x）处于历史估值的最低水平。其中游戏行业整体估值27x，但部分龙头公司对应2020年PE仅20x左右，不论从历史水平还是与业绩增速的对比看，均具备极高的配置性价比。

图表：传媒各子行业PE (TTM)



图表：出版行业PE变化



图表：游戏版块PE变化



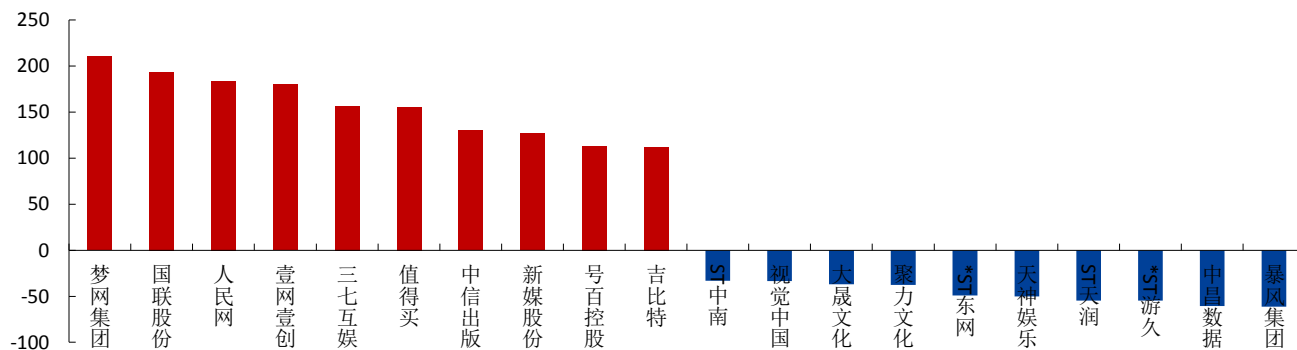
图表：广电行业PE变化



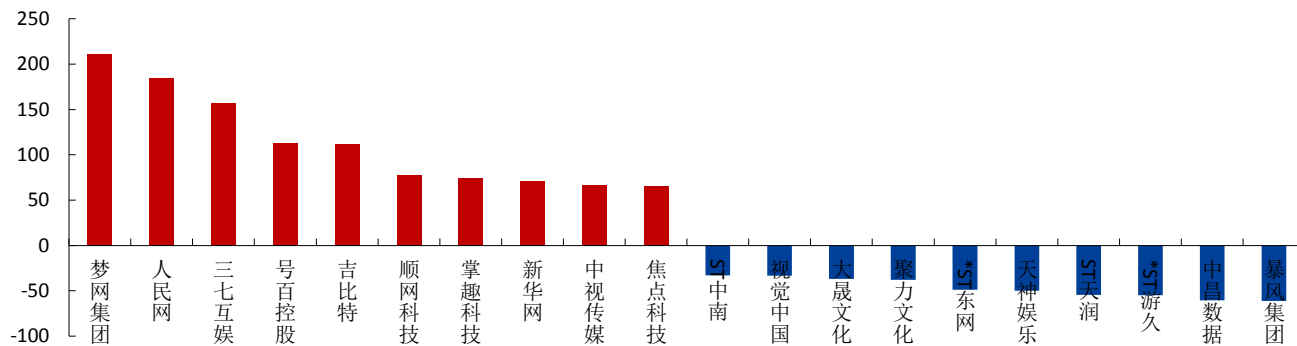
1.1.1 市场回顾：传媒板块年初至今累计上涨16.35%，估值仍处于绝对历史底部

► 年初至今涨幅前十的个股中，含壹网壹创、值得买、中信出版和新媒股份等新股。若剔除新股后，2019年涨幅前十的个股主要包括游戏（三七互娱、吉比特、掌趣科技等）、广电（中视传媒）和国有互联网公司（人民网、新华网/号百控股）。此外，光线传媒（50.3%）、芒果超媒（48.5%）和完美世界（36.0%）等白马龙头也取得不错股价表现。而年初至今跌幅前三的个股则为暴风集团（-61.4%）、中昌数据（-60.4%）和*ST游久（-54.8%）。

图表：2019年传媒板块涨跌幅（%）前十



图表：2019年传媒板块涨跌幅（%）前十（剔除新股后）



- 1. 市场回顾：估值仍处于绝对历史底部，变化成为行业关键词
- **2. 细分板块：资产负债表出清，行业格局改善**
- 3. 展望5G：内容行业变革元年估值修复先行，云游戏和超高清视频有望率先走出
- 4. 建议关注个股及估值

2. 细分板块：资产负债表出清，行业格局改善

ROE的触底回升对于板块整体估值提升有自然修复，而现金流情况的好转提升板块的盈利质量，叠加资产负债表风险较为充分释放，传媒板块上涨具有基本面支撑。

► 16年以来，由于受行业监管趋严和二级市场流动性紧缩及并购监管趋严影响，传媒板块盈利能力下滑，资产负债表风险不断加大。在经历18年的行业供给侧改革后，19年来各细分板块盈利逐渐触底，资产负债表质量提升，部分板块经营性现金流净额开始改善。

- 商誉：18年传媒板块大量公司计提商誉减值，商誉风险充分释放，当前商誉/净资产比值均处于历史最低位；
- ROE：截止2019Q3，游戏、影视剧制作板块ROE大幅回升，出版、院线、电影制作板块ROE保持稳定；
- 经营性现金流净额：19年来，游戏板块连续两个季度好转，其余板块出现明显季度性改善。

图表：各细分板块ROE指标变动情况

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019Q3
游戏	12.04%	11.42%	10.08%	12.12%	12.60%	12.84%	-7.28%	9.21%
电视剧	9.30%	9.37%	7.48%	8.11%	8.83%	9.12%	-26.76%	-0.56%
电影	11.80%	14.63%	14.31%	7.85%	10.11%	8.54%	2.72%	2.55%
院线	19.39%	17.19%	18.71%	14.50%	12.50%	10.32%	6.02%	4.81%
营销	8.84%	7.37%	8.75%	13.67%	13.21%	11.01%	-2.74%	5.25%
出版	10.76%	11.77%	10.89%	11.29%	10.97%	10.34%	9.22%	7.48%

2. 细分板块：资产负债表出清，行业格局改善

图表：各细分板块核心财务指标变动情况

营收同比增速	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3
游戏	75.9%	3.8%	15.8%	12.3%	16.2%	27.6%	21.5%	3.2%	12.1%	13.8%	17.3%
电视剧	3.4%	14.9%	-1.7%	23.0%	3.8%	2.4%	13.0%	-32.3%	-15.9%	-26.2%	-67.9%
电影	-4.5%	34.4%	24.0%	13.0%	63.0%	-18.9%	8.1%	-39.1%	-21.7%	-34.7%	47.6%
院线	25.2%	36.7%	35.5%	8.4%	19.8%	-9.2%	5.6%	-5.4%	-3.9%	13.3%	-2.6%
营销	12.7%	11.3%	11.0%	10.2%	16.6%	16.5%	12.7%	6.0%	2.5%	-0.3%	3.1%
出版	13.5%	5.6%	12.0%	6.7%	-3.9%	10.9%	7.5%	-2.0%	5.7%	-2.1%	-1.2%
归母净利润同比增速	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3
游戏	93.2%	45.0%	35.9%	29.3%	-1.4%	4.2%	-4.6%	-151.6%	1.9%	-2.5%	5.1%
电视剧	36.8%	1.4%	5.7%	14.3%	-46.6%	-23.6%	-29.4%	-328.0%	-79.8%	-74.3%	-115.0%
电影	-73.0%	37.1%	2.6%	-5.7%	1761.4%	179.3%	113.0%	-69.0%	-101.3%	-113.6%	-78.4%
院线	17.9%	25.5%	3.6%	1.1%	8.8%	-11.9%	7.8%	-40.3%	-20.4%	-24.4%	-32.5%
营销	60.2%	26.0%	13.7%	4.0%	31.1%	31.1%	23.1%	-123.7%	-45.4%	-50.2%	-49.6%
出版	41.3%	36.3%	16.3%	6.0%	1.9%	4.0%	8.8%	-5.9%	7.9%	3.9%	2.3%
经营性现金流净额同比增速	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3
游戏	347.9%	-0.6%	-10.9%	-2.3%	-111.5%	-32.9%	14.6%	-12.0%	-604.6%	42.2%	54.9%
电视剧	67.5%	-1790.2%	-512.3%	335.9%	-61.6%	-104.5%	-141.8%	-79.0%	-41.0%	201.9%	-357.5%
电影	134.7%	-218.1%	-149.4%	37.7%	-93.6%	-26.1%	2.8%	-97.0%	1053.7%	-161.0%	452.6%
院线	-16.5%	-134.7%	693.1%	-159.0%	-14.7%	-81.1%	-68.7%	33.7%	18.4%	202.2%	-121.9%
营销	-371.3%	-7.3%	-125.9%	-8.7%	-73.7%	-84.1%	-673.4%	9.2%	-958.1%	480.4%	-42.3%
出版	6.3%	-22.1%	-338.1%	-4.7%	117.1%	89.2%	-58.2%	29.4%	-4.8%	-16.2%	-282.7%
商誉/净资产	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3
游戏	45.0%	45.1%	44.8%	40.9%	41.1%	42.5%	42.9%	37.1%	35.8%	39.8%	38.9%
电视剧	28.0%	27.7%	27.4%	25.7%	25.5%	25.4%	25.4%	14.5%	14.4%	14.2%	12.5%
电影	97.9%	93.2%	92.5%	84.4%	77.0%	79.3%	78.5%	44.5%	44.9%	45.7%	39.6%
院线	40.0%	37.8%	36.7%	36.5%	35.0%	35.4%	36.0%	35.3%	34.2%	38.1%	37.6%
营销	45.8%	47.1%	45.6%	45.8%	44.7%	43.9%	43.5%	35.6%	34.3%	34.1%	33.6%
出版	6.6%	6.3%	6.1%	5.5%	5.3%	5.5%	5.5%	4.4%	4.2%	4.3%	4.2%

资料来源：Wind，国盛证券研究所（注：出版子板块2018Q3经营性现金流净额为负，2019Q3虽其增速为负，实则有所改善）

2.1.1 院线：行业进入成熟期，基本面反转依赖于供给出清或竞争格局改善

✓ 需求：增长中枢下移，由渠道下沉拉动转变为观影频次提升拉动

► 2019年1-11月国内电影市场共实现票房550.8亿元，同比增长4.9%；观影人次16.03亿，同比增长0.56%。上座率11%，同比减少1pct；平均票价34.4元，同比增长4%。凭借国庆档及10月票房的高增长，国内电影市场扭转了前三季度持续下滑的趋势。2019年票房走势整体较为平淡的原因在于：（1）高票价抑制了观影人次，观众对票价的敏感性超预期；（2）缺少头部优质内容；（3）票房下沉暂缓，低线城市增长乏力。2018Q3-2019Q2低线城市票房增速跑输一二线城市，三四五线城市对影片和票价的敏感性更强，一二线城市观影习惯则更加成熟。

图表：电影市场核心数据跟踪

指标	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019.1-11
票房(亿元)	217.69	296.39	440.69	457.12	523.24	565.39	550.8
同比增速	27.50%	36.20%	48.70%	3.70%	14.50%	7.90%	4.90%
观影人次(亿)	6.12	8.3	12.6	13.72	16.2	17.16	16.03
同比增速	32.50%	35.60%	51.80%	8.90%	18.10%	5.90%	0.56%
上座率	16%	16%	17%	14%	13%	12%	11%
平均票价	35.6	35.7	35	33.3	32.3	33	34.4

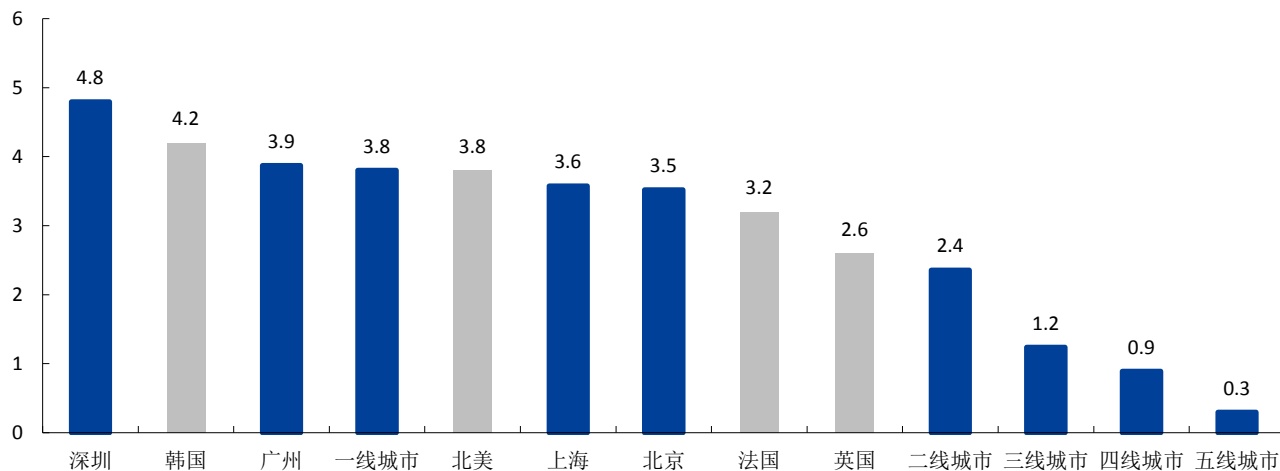
图表：一至五线城市票房增速(季度)

增速	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3
一线城市	10.10%	28.90%	-11.40%	8.30%	-10.10%	-6.60%	9.10%	-7.80%
二线城市	20.10%	35.10%	-8.40%	8.20%	-11.60%	-9.20%	4.40%	-2.80%
三线城市	28.50%	41.80%	-8.00%	7.60%	-12.40%	-10.00%	4.20%	-0.30%
四线城市	34.80%	50.80%	-3.40%	8.80%	-13.40%	-10.30%	3.00%	3.60%
五线城市	38.40%	58.40%	-2.10%	4.70%	-13.00%	-9.90%	3.90%	5.60%
合计	22.10%	39.60%	-8.00%	7.90%	-11.80%	-9.20%	5.20%	-1.80%

2.1.1 院线：行业进入成熟期，基本面反转依赖于供给出清或竞争格局改善

► 2015年后票房增速大幅放缓，既有票补减少、内容质量波动等因素的影响，也是行业进入成熟期后的发展客观规律，需求增长已由“渠道下沉拉动”转变为“观影频次提升”逻辑。而2018年一线城市整体人均观影次数已达3.8次，深圳、广州、上海和北京分别为4.8、3.9、3.6和3.5次，已达到甚至超过发达国家水平，未来观影频次的提升更依赖于低线城市。但是，提升人均观影次数更依赖于优质内容、收入增长和观影习惯的培养，是一个更加长期的过程。此外，从海外各国的发展经验看，票价的稳步提升也是维持市场规模扩大的重要因素之一。国内平均票价自2018年止跌回升，预计也将成为未来票房增长的驱动力。综上，我们认为国内电影市场已进入成熟期，未来增长中枢预计为5%-10%的水平。

图表：国内各线城市与海外人均观影次数对比



2.1.1 院线：行业进入成熟期，基本面反转依赖于供给出清或竞争格局改善

✓ **供给：银幕增速略有下滑，预计后续银幕净增加数将逐渐减少，但出清仍需时间**

➤ 截至2019年三季度末，全国银幕总数67060块，较2018年底新增6981块；其中2019H1新增4450块（2018同期为4847块），Q3单季新增2511块，银幕增加绝对数及增速略有放缓但拐点仍未至，全行业银幕供给增速并未出现明显下移。在行业需求端进入成熟期的情形下，未来基本面的反转更依赖于供给端的出清，需要密切跟踪新增及退出市场的银幕数量。预计2019年新增银幕数量约9000块，增速约15%。银幕持续扩张且上半年票房表现不佳情形下，截止2019H1单银幕产出44.5万元，同比下降17.4%。

图表：银幕数及单银幕产出

年度	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2018H1	2019H1
影院数量 (家)	4,583	5,598	7,018	8,410	9,781	10,901		
新增影院数量 (家)	903	1,015	1,420	1,392	1,371	1,120		
影院增速	24.50%	22.10%	25.40%	19.80%	16.30%	11.50%		
银幕数量 (块)	18,398	24,304	31,626	41,179	50,776	60,079	55,623	64,549
新增银幕数量 (块)	5,280	5,906	7,322	9,553	9,597	9,303	4,847	4,450
银幕增速	40.30%	32.10%	30.10%	30.20%	23.30%	18.30%		
单银幕产出 (万元)	118.3	122	139.3	111	103.2	94.1	53.9	44.5
单银幕产出增速		3.10%	14.30%	-20.30%	-7.10%	-8.80%		-17.40%

2.1.1 院线：行业进入成熟期，基本面反转依赖于供给出清或竞争格局改善

- ▶ 与行业趋势一致，万达、横店等头部院线上市公司仍维持积极扩张，但扩张速度较2015-2016年的巅峰期有所下降。院线上市公司中，万达电影及横店影视保持较快扩张速度，预计2019年新增影城数分别为70-80及50-60家直营影城。扩张速度虽较此前年度略有放缓，但仍处于行业领先。中影、上影及幸福蓝海等公司保持稳步扩张节奏。随着坪效的不断下降，预计部分中小影院退出的情形将逐渐增加，银幕净增加数或逐步放缓。但在电影局2020年银幕总数8万块的目标下，预计供给端的真正出清仍需时间。

图表：6家院线公司资产联结型影院（单位：家）及银幕数（单位：块）

公司		2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E
万达电影	影院数	83	114	142	182	240	348	463	541	新增70-80
	银幕数	693	975	1247	1616	2133	3127	4134	4807	
中国电影	影院数			73	89	99	107	117	131	新增15-20
	银幕数			506	637	658	711	842	952	
上海电影	影院数	24	26	29	35	34	40	54	58	新增7-8
	银幕数	144	156	179	221	204	280	383	428	
幸福蓝海	影院数			31	42	52	64	68	73	
	银幕数			202	276	380	469	482	528	
横店影视	影院数	46	76	98	137	176	220	266	316	新增50-60
	银幕数	309	502	643	898	1148	1412	1684	1996	
金逸影视	影院数	55	87	110	124	129	140	149	165	新增30
	银幕数			823	855	929	955	996	1167	

2.1.1 院线：行业进入成熟期，基本面反转依赖于供给出清或竞争格局改善

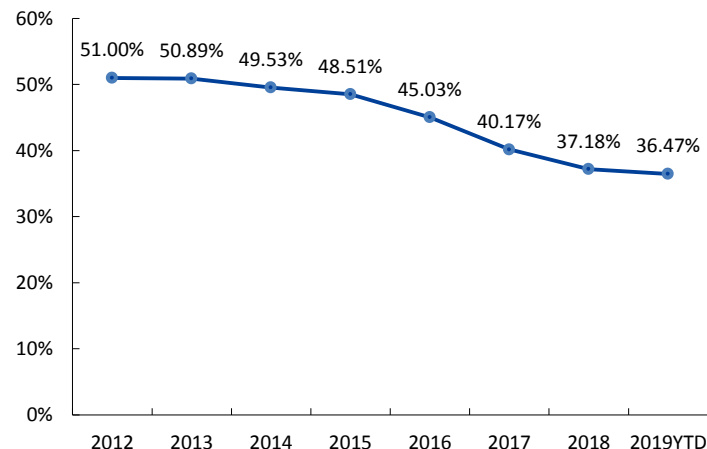
✓ 竞争格局：集中度仍较为分散，影投CR10持续下降

- 院线行业进入壁垒不高、竞争激烈，整体市占率较低。从影投口径数据来看（截止2019年11月31日），2019年前10影投公司市场占有率共计36.47%，较2018年同期下降0.73pct。其中，万达电影市占率13.44%，为行业第一且较2018年有所提升。此外，CGV影投、中影影投、金逸影视和博纳影院投资等市占率均较2018年有所提升。在2012-2015年的行业快速增长期，大量中小影院通过加盟形式进入行业，导致市占率持续降低。
- 与海外CR3占比60%以上相比，国内院线行业集中度仍有较大提升空间。但目前大规模的并购整合现象并未发生，核心原因在于：（1）并购价格仍较为昂贵；（2）影院租约到期后的持续经营能力存在不确定性。因此各影投公司仍以自建为主，集中度的提升和竞争格局的改善也仍需时间。

图表：2018-2019年1月到11月影投口径市占率情况

排名	影投	2018.1-11	影投	2019.1-11
1	万达电影	13.40%	万达电影	13.44%
2	大地影院	4.72%	大地影院	4.50%
3	横店院线	3.74%	横店院线	3.66%
4	CGV影投	2.81%	CGV影投	2.98%
5	金逸影视	2.67%	中影影投	2.86%
6	中影影投	2.83%	金逸影视	2.74%
7	香港百老汇	2.16%	博纳影院投资	1.64%
8	星美影院	1.65%	香港百老汇	1.59%
9	耀莱管理	1.65%	耀莱管理	1.57%
10	太平洋影管	1.56%	太平洋影管	1.49%
	CR10	37.20%	CR10	36.47%

图表：2012-2019年影投市占率变化



2.1.2 院线：2020年春节档前瞻

✓ **高基数之下仍有望获得10%-20%的增长**

➤ **2020年春节档是历年已定档的头部影片数量最多、竞争最为激烈的档期，优质内容扩充下有望带动2020年春节档获得增长。**目前已定档的影片包括陈思诚导演、刘昊然、王宝强等主演的《唐人街探案3》（前作票房32亿元），徐峥导演《囧妈》（“囧”系列第三部），陈可辛执导、巩俐、黄渤主演的《中国女排》，以及林超贤《紧急救援》和光线的中国神话系列动画电影《姜子牙》等。

➤ **2014年起，历年春节档上座率基本稳定在35%，内容质量较高的年度可突破40%。**根据银幕增长、上座率和平均票价等进行详细测算后，在高基数之下2020年春节档票房增速仍有望达10%-20%的水平。

图表：2020年春节档片单

影片名	上映日期	类型	导演	演员
唐人街探案3	2020/1/25	喜剧/动作/悬疑	陈思成	刘昊然、王宝强、张子枫
囧妈	2020/1/25	喜剧	徐峥	徐峥
中国女排	2020/1/25	剧情/励志/运动	陈可辛	巩俐、黄渤
紧急救援	2020/1/25	剧情/灾难	林超贤	彭于晏、王彦霖、辛芷蕾
姜子牙	2020/1/25	动画/奇幻/冒险	程腾、李炜	/
急先锋	2020/1/25	动作/冒险	唐季礼	成龙、杨洋、艾伦
大红包	2020/1/25	喜剧/爱情	李克龙	包贝尔、克拉拉
金蝉降魔	2020/1/25	动作/古装/玄幻	彭发、王凯	释小龙、胡军、姚星彤
熊出没·狂野大陆	2020/1/25	喜剧/科幻/动画	丁亮	/

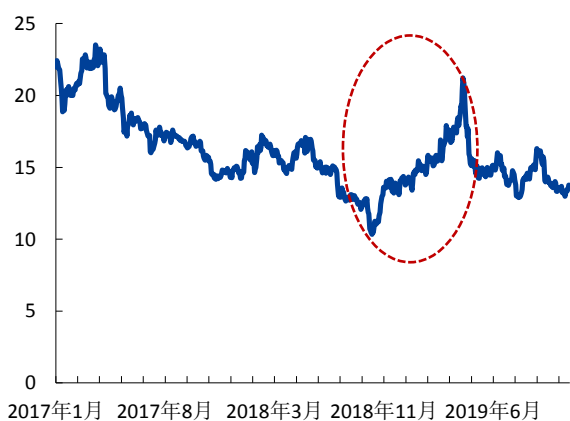
图表：历年春节档数据及2020年预测

指标	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020E
票房(亿元)	12.88	18.18	30.88	32.38	54.61	54.75	61.92
yoy	65.1%	41.1%	69.9%	4.9%	68.7%	0.3%	13.1%
观影人次(万人)	3544.35	4634.3	8470.47	9059.7	14529.8	13166.2	14744.03
yoy	77.2%	30.8%	82.8%	7.0%	60.4%	-9.4%	1.5%
上座率	34%	34%	43%	35%	47%	35%	35%
银幕数(T-1, 块)	18,398	24,304	31,626	41,179	50,776	60,079	69,079
银幕增加数(块)	5,280	5,906	7,322	9,553	9,597	9,303	9,000
银幕增速	40.3%	32.1%	30.1%	30.2%	23.3%	18.3%	15.0%
满座人次	10424.6	13630.1	19698.8	25884.9	30914.5	37617.6	42125.8
yoy	46.0%	30.8%	44.5%	31.4%	19.4%	21.7%	12.0%
平均票价	36.3	39.2	36.5	35.7	37.6	41.6	42
满座人次增速/银幕增速	1.14	0.96	1.48	1.04	0.83	1.18	0.80

2.1.3 院线：重要档期股价复盘

- ✓ **重要档期下院线公司股价表现分化，“赚钱效应”与个股基本面相关，并无大的整体性行情。**
- 如：（1）2018年底至2019年春节档后，中国电影股价自10.29元的低点上涨至21.40元，累计涨幅108%，核心驱动来自制片制作毛利率改善叠加低估值（行情启动初期）+2019进口片大年预期+春节档《流浪地球》催化；（2）上海电影自2019年5月至9月，股价累计上涨73%，主要推动来自发行业务边际改善+获得国庆档《攀登者》主控发行的预期；（3）此外，横店影视于2018年春节档前后经历过一轮上涨，核心逻辑在于春节返乡驱动低线城市票房高增长+观影频率提升带动长期增长。除此之外，院线公司股价在其他重要档期内并无明显表现。
- 可以看到，在行业基本面偏左侧情形下，存在部分院线公司能够走出独立的大行情。但核心逻辑依赖于业务的边际改善叠加档期内重要电影，与整体档期票房增速相关性较小。

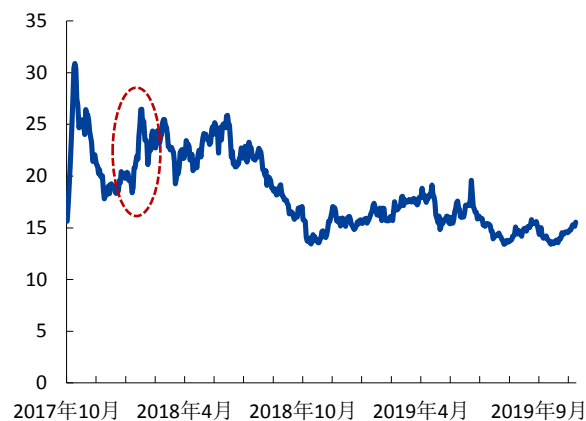
图表：中国电影股价走势



图表：上海电影股价走势



图表：横店影视股价走势

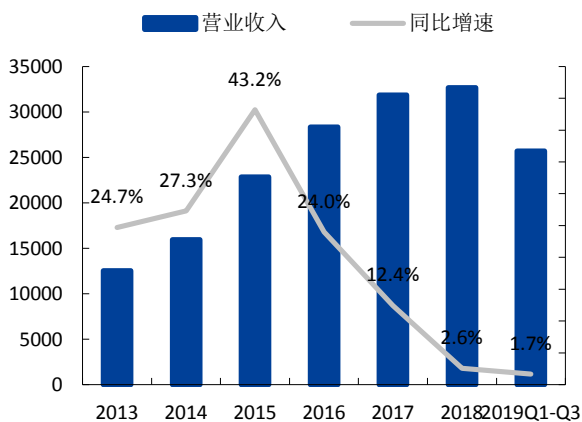


2.1.4 院线：财务数据反映行业基本面变化，2C商业模式下现金流较好

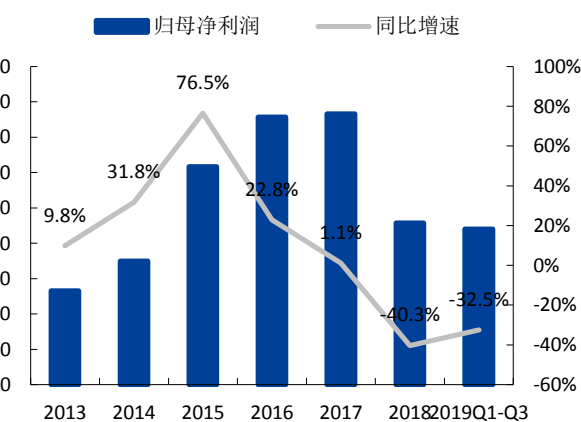
✓ 院线公司营收/净利润增速及利润率自2015年高点后逐步下行

- 2019年前三季度院线公司共实现营收256.8亿元，同比增长1.7%；归母净利润22亿元，同比下降32.5%，利润下滑幅度较大主要由于去年同期万达电影影视板块利润较高，以及中国电影并表中影巴可带来的投资收益。但可以看到，在行业增长中枢下移的情况下，院线公司收入利润增速也自2015年逐步放缓。
- 同时，院线公司毛利率及净利润不断下滑。2019年前三季度，院线公司毛利率和净利率分别为25.44%和8.57%，较2015年的高点分别下滑5.01pct和4.93pct。由于坪效下降叠加持续扩张，各公司放映业务毛利率下滑幅度较大，放映业务已基本处于不赚钱状态。如前文所述，基本面的反转需依赖供给端的出清及竞争格局的改善；考虑到扩张效应及经营杠杆，若单银幕产出止跌回升，院线公司利润率将快速改善，基本面反转带来的弹性较大。

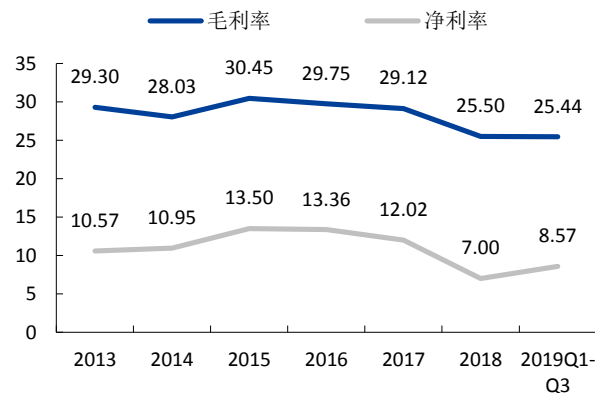
图表：院线公司营业收入（百万元）及同比增速



图表：院线公司归母净利润（百万元）及增速



图表：院线公司毛利率及净利率 (%)

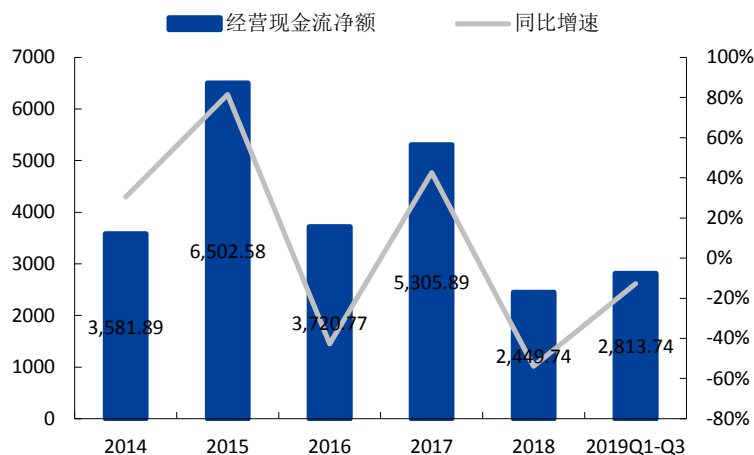


2.1.4 院线：财务数据反映行业基本面变化，2C商业模式下现金流较好

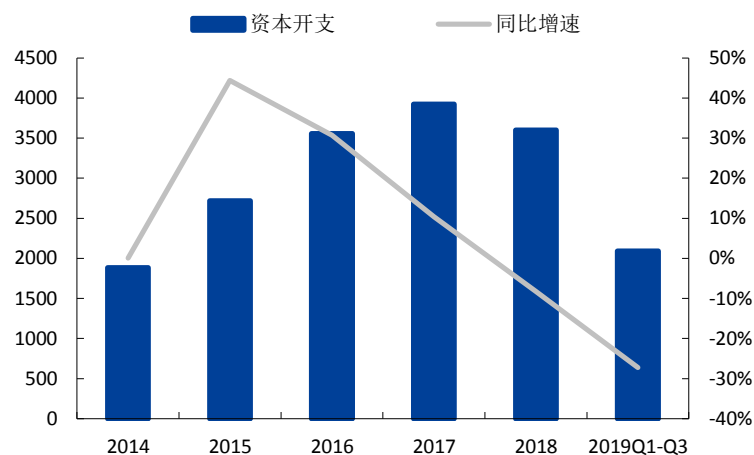
✓ 院线板块现金流较好，具备长期持续经营的特性

- ▶ 院线公司的商业模式决定了其现金流状况良好，经营性现金流净额虽有波动，但基本不存在净流出的状况，2019年前三季度板块产生的经营性现金流净额为28.1亿元；同时，由于各公司仍在保持一定节奏的自有影院扩张，院线公司在传媒板块中属于资本支出较大的子行业，2019年前三季度资本支出达20.9亿元，但由于建设速度较巅峰时放缓，资本开支体量有所下降。
- ▶ 除万达电影等少数公司因历史收购原因形成大额商誉外，多数院线公司不存在应收账款及商誉减值风险，负债率较低，具备长期持续经营的特征。

图表：院线公司经营现金流净额（百万元）及同比增速



图表：院线公司资本开支（百万元）及同比增速

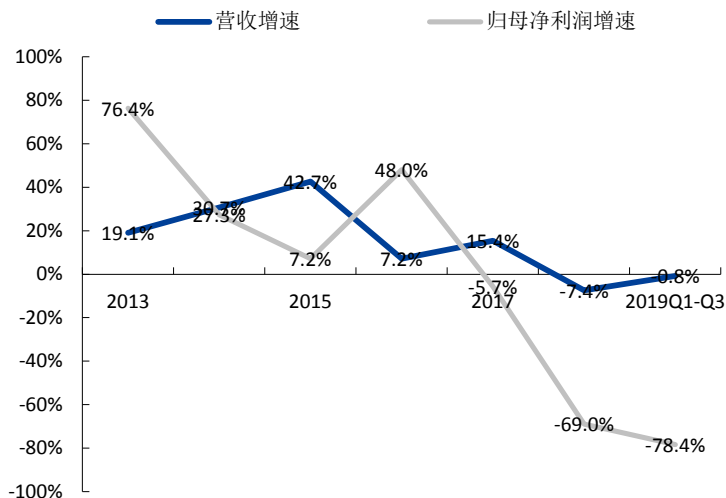


2.2.1 电影：快速增长来自于行业红利及“综合量价周期”

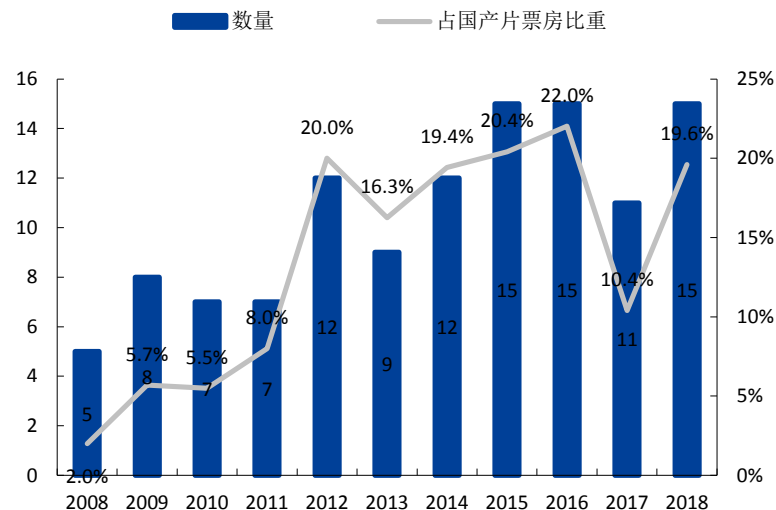
✓ 电影板块在2012-2016年经历了快速增长，2017年后受多因素影响进入调整阶段

- 2012-2016年，电影板块上市公司营业收入由25.9亿元增长至61.6亿元，CAGR 24.2%；归母净利润由5.8亿元增长至20.7亿元，CAGR 37.4%。业绩的快速增长主要来自：（1）行业红利：渠道下沉拉动下整体票房和观影人次快速增长；（2）综合量价周期：单一公司参与项目数量及单片票房的快速扩容。以光线传媒为例，其每年参与出品发行的影片数量由2008年的5部提升至2016年的15部，单片票房体量由10亿元增长至50亿元，参与影片票房占国产片票房的比重由2%提升至22%。
- 2016年之后，由于行业增长中枢的放缓，叠加单个公司参与项目数量的基本稳定（受资金、档期和管理半径限制，年参与影片数量上限15-20部），电影行业上市公司利润体量进入增长瓶颈，龙头公司扣非后归母净利润约在5-6亿元的水平。此外，2018年后受行业监管等因素影响，部分公司项目撤档带来利润波动。

图表：电影板块上市公司营收及归母净利润增速



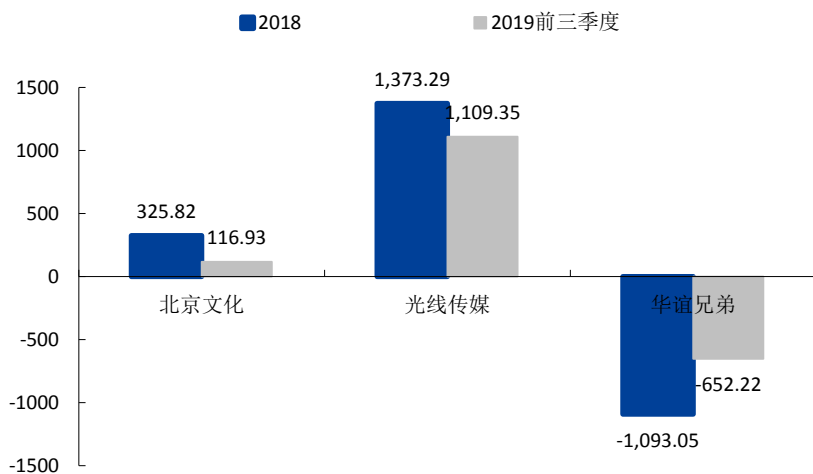
图表：光线传媒参与出品发行的影片数量及占国产片票房比重



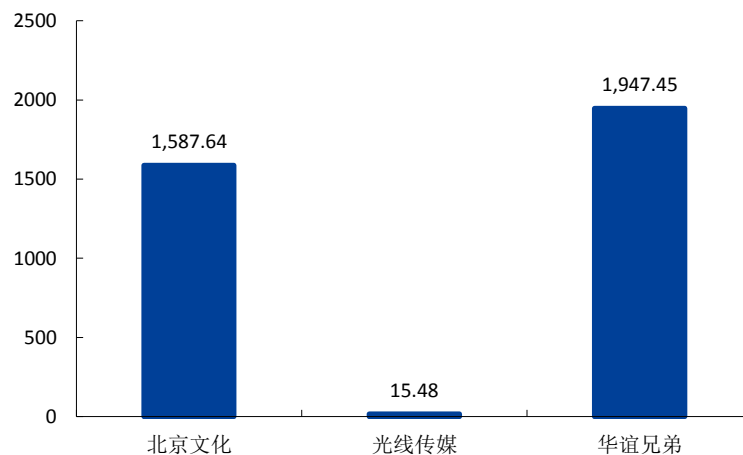
2.2.2 电影：不同公司表现分化，光线传媒资产负债表更为健康

- ▶ 电影板块龙头公司中，2019年前三季度北京文化、光线传媒和华谊兄弟归母净利润分别为1.17、11.09和-6.52亿元，北京文化利润体量相对较小且受单一项目影响较大；华谊兄弟因影视行业的一系列的监管、调整和规范，遇到的暂时性经营困难和挑战，近两年因计提资产减值损失、项目撤档等问题导致亏损。而光线传媒则在2018年因出售新丽传媒股权，以及2019年《哪吒之魔童降世》的成功，保证了相对较大的利润体量。
- ▶ 在影视行业的调整之下，各公司在2018年均一定程度计提了资产减值损失（包括商誉、存货和长期股权投资等），其中光线传媒和华谊兄弟2018年资产减值损失分别为7.3亿元和13.8亿元。经过优化调整后，目前光线传媒商誉余额仅0.15亿元，远低于北京文化和华谊兄弟，资产负债表更为健康。华谊兄弟因此前收购东阳美拉和东阳浩瀚等公司产生大额商誉；北京文化商誉主要来自于摩天轮、世纪伙伴和星河文化。

图表：电影公司归母净利润对比（百万元）



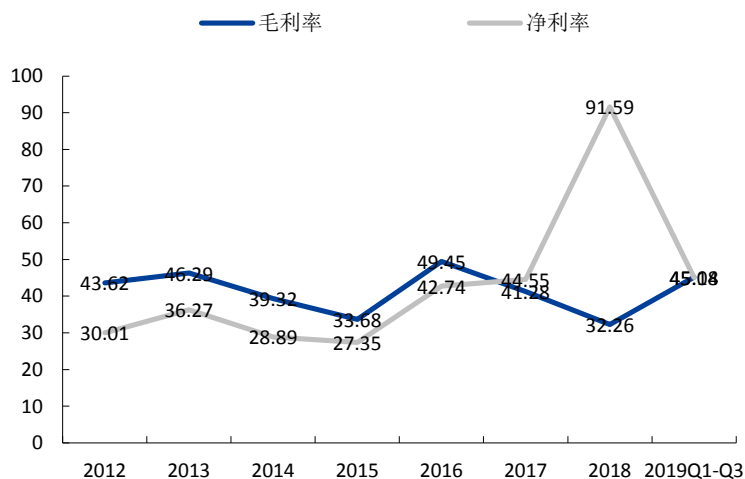
图表：电影公司商誉余额对比（百万元）



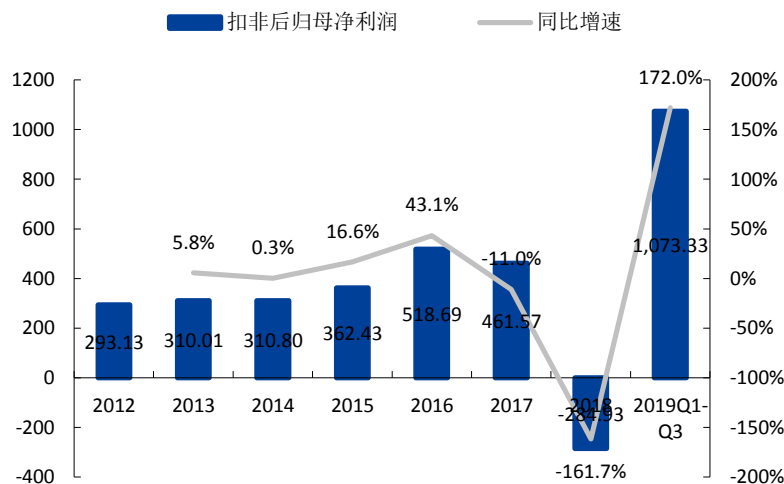
2.2.3 电影：龙头公司持续构筑护城河，动画电影打开新空间

- ▶ 光线传媒持续专业主业，发展为国内最优质的电影公司：（1）公司通过光线影业、青春光线、彩条屋、小森林、五光十色和迷你光线等厂牌，分别侧重不同类型的内容开发制作；（2）公司拥有优秀的项目判断能力、团队执行力和电影宣发能力，毛利率和净利率维持在较高水平；（3）每年投资发行10-15部影片，占国产片票房份额的20%左右，逐步具备内容生产平台属性。
- ▶ 《哪吒之魔童降世》的成功验证了公司在动漫领域前瞻性布局的正确，目前已逐步进入收获期。动漫电影的特点在于进入门槛高、制作周期长，但更容易IP化、系列化，弹性更大。《哪吒》成为爆款带来的一个新逻辑是，公司有望通过更低成本、更易系列化的动漫电影打造自己的“封神宇宙”，有望突破此前5-6亿扣非后净利润的天花板。

图表：光线传媒毛利率及净利率（%）



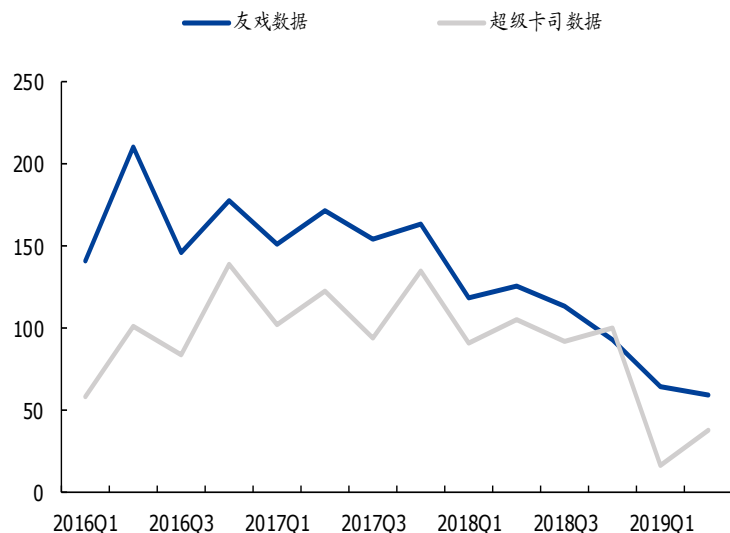
图表：光线传媒扣非后净利润（百万元）及增速



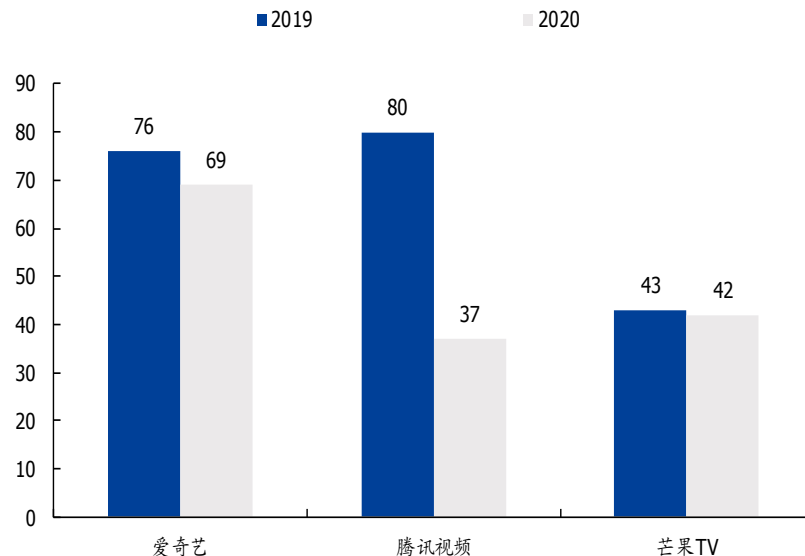
2.3.1 影视剧：监管政策对行业产生重大影响，产能持续下滑并已传导至渠道端

- ▶ **2018年以来，遏制天价片酬、严查偷税漏税、限制古装题材等监管政策密集，对行业产生重大影响：**（1）头部艺人薪酬从1.5亿下降至不超过5000万，但在成本下降的同时，单集采购价格也由过去的超过1000万下降至多数不超过800万；（2）去泡沫化过程中行业产能大幅下降；（3）部分电影、电视剧项目延迟上线和确认收入，部分上市公司商誉、存货和应收账款等计提损失，业绩下滑。
- ▶ 一系列监管风暴后，影视剧行业整体开拍数量不断减少，进驻友戏及超级卡司的开机剧组数量持续下滑，行业进入产能收缩阶段。从爱奇艺、腾讯视频及芒果TV三家视频平台2019及2020年片单看，剧集层面一大变化在于公布的片单数量的减少，其中腾讯视频的减少最为明显。可以看到，2018下半年以来的行业监管政策对影视剧产业的去泡沫化和去产能影响正在不断显现，并已传导至渠道端。

图表：2016年至今进驻友戏及超级卡司的开机剧组数量



图表：爱奇艺、腾讯视频及芒果TV片单剧集数量（单位：部）

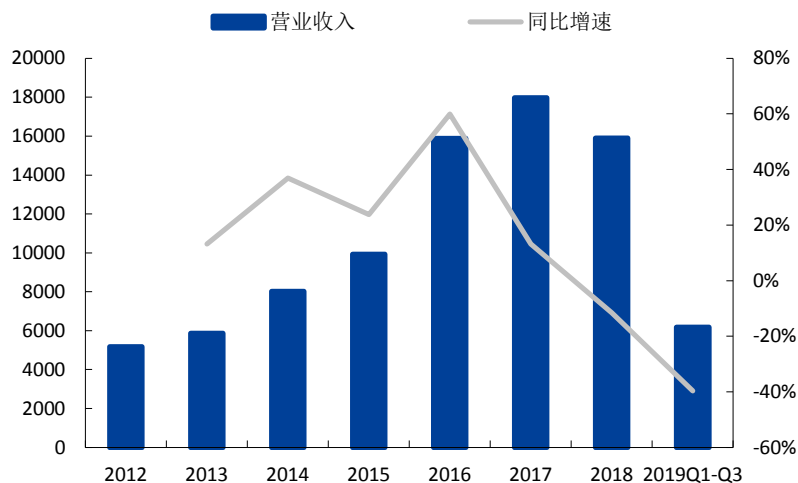


2.3.2 影视剧：多因素导致影视公司业绩低迷，资产负债表持续出清中

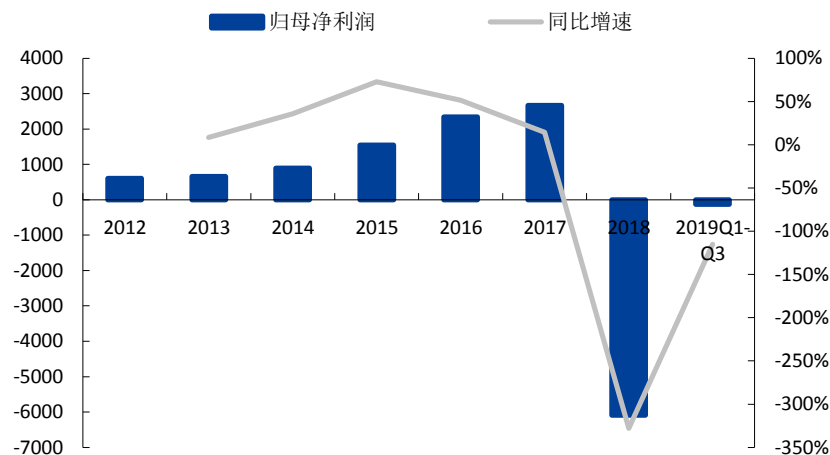
✓ **2018年板块业绩大幅下滑，2019年前三季度整体仍处亏损状态，但亏损有所收窄**

- 产能收缩、价格下降，叠加商誉减值、应收账款坏账及质押等问题，影视公司资产负债表及利润表持续出清中。2018年及2019年前三季度，影视剧公司整体实现营收159和61.7亿元，同比分别下降11.6%和39.7%；归母净利润-60.9和-1.28亿元。2018年利润大幅亏损主要因计提大额资产减值损失的影响，2019年则受到行业整顿导致的开机减少和重要宣传期影视剧定档减少双重利空影响，行业收入和盈利能力大幅下降。

图表：影视剧板块营业收入（百万元）及增速



图表：影视剧板块归母净利润（百万元）及增速

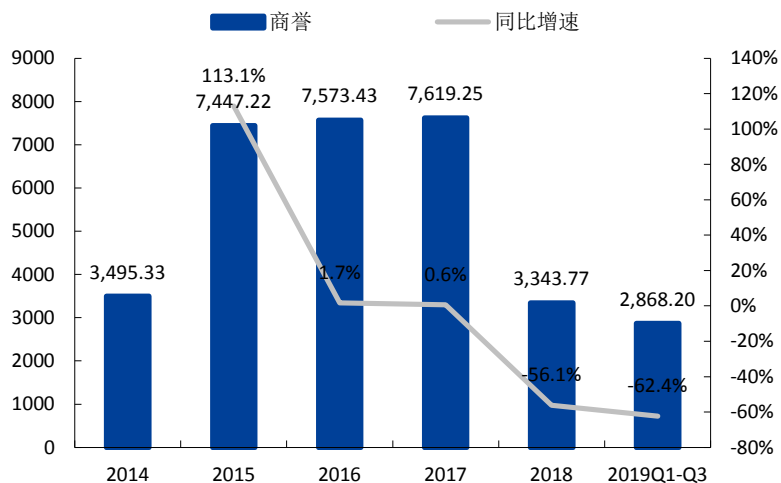


2.3.2 影视剧：多因素导致影视公司业绩低迷，资产负债表持续出清中

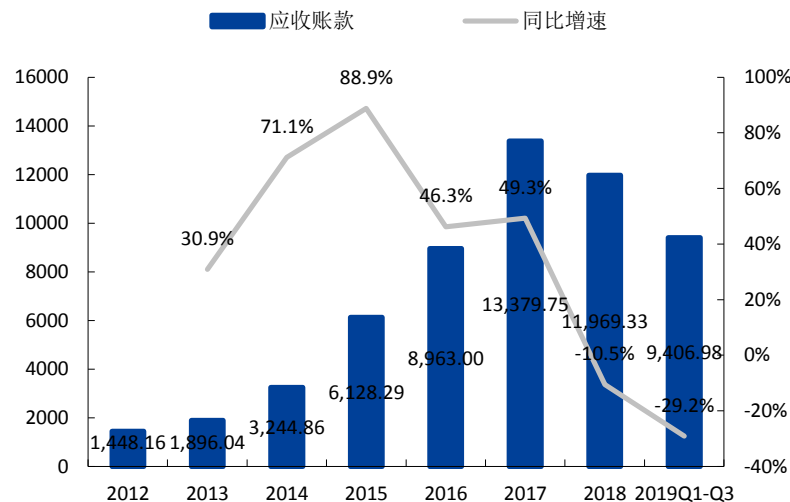
✓ 商誉及应收账款大幅减少但余额仍较大，资产负债表的出清仍在进行中

➤ 在2018年的大额计提后，截止2019Q3影视剧板块商誉余额28.7亿元，同比下降62.4%；应收账款余额94.1亿元，同比下降29.2%，虽然均较去年同期大幅减少，但整体金额仍较大。其中，华策影视、欢瑞世纪和慈文传媒应收账款余额分别为27.3、16.4和8.65亿元。由于影视剧公司利润体量均不大，一旦发生资产减值将对公司整体利润造成重大影响，我们认为资产负债表的出清或还需时间。

图表：影视剧板块营业收入（百万元）及增速



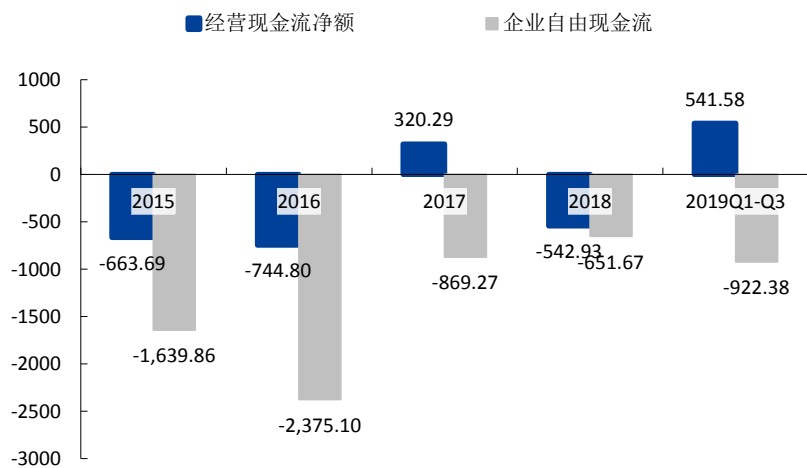
图表：影视剧板块归母净利润（百万元）及增速



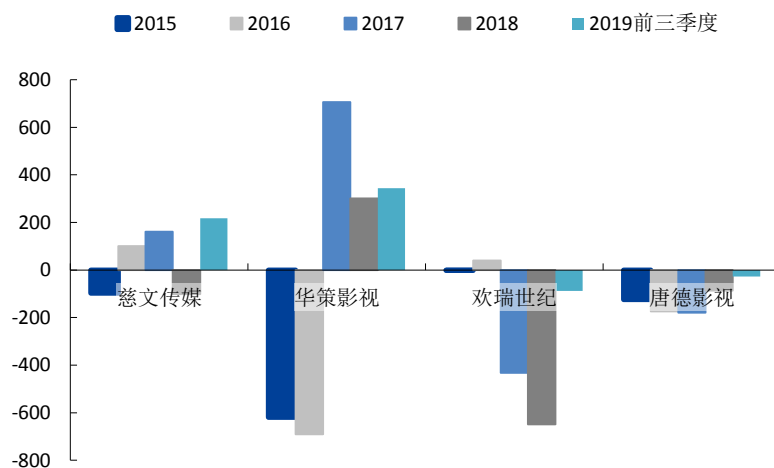
2.3.3 影视剧：短期关注业务恢复带来的反弹机会，长期仍需关注现金流的改善情况

- ▶ 当前影视剧板块处于政策和业绩底部，2019年12月起《庆余年》、《剑王朝》等项目已逐步播出，预计后续各类型剧集将恢复有序上线。2020年视频平台片单中包括华策影视《有翡》、《我和我们在一起》，慈文传媒《风暴舞》、《大秦帝国之天下》等。随着影视剧制作公司开机开始逐渐恢复且重要宣传期已经结束，影视剧板块有望触底。
- ▶ 长期看，视频平台产业链地位的提升和对自制剧的持续投入仍将对行业产生重要影响，关注需未来内容方与渠道方的竞合关系，以及生产要素价格和单集采购价格的变化。此外，影视剧现有商业模式下现金流的问题依然存在，2017年起华策影视等龙头公司经营性现金流净额转正，后续也需关注各公司现金流的改善情况及其持续性。

图表：影视剧板块经营现金流（百万元）及企业自由现金流



图表：部分龙头公司经营现金流净额（百万元）



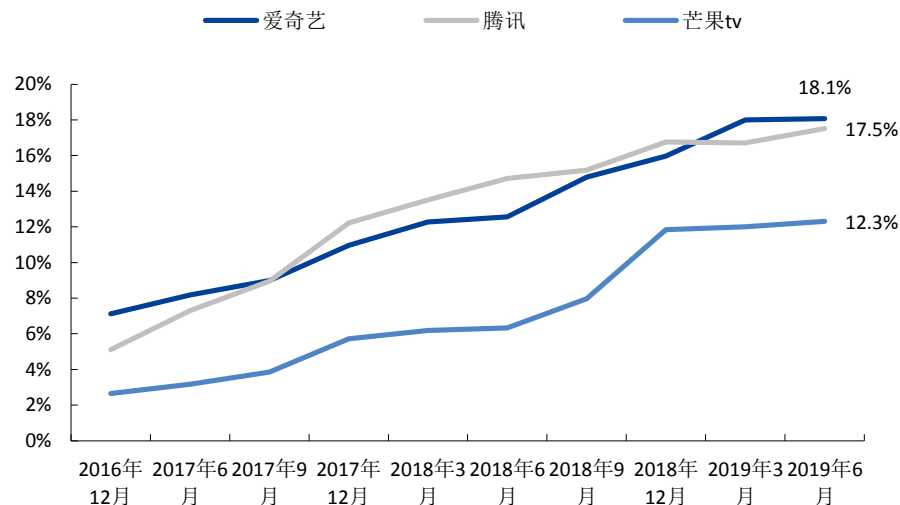
2.4.1 视频平台：景气度依然向好，未来看点在于会员数增长和ARPPU值提升

- ▶ 流媒体视频是传媒行业中景气向上的细分子行业，背后的核心逻辑在于用户付费和用户时间不断从电视端向网络端转移，流媒体视频平台将成为未来最重要的内容整合平台和内容分发渠道。虽然现阶段受宏观经济、审核政策等因素影响，视频平台广告业务增长压力有所加大，但会员业务及多元化变现仍有较大增长空间。
- ▶ 截止2019年6月，爱奇艺、腾讯、芒果TV分别拥有付费用户10050、9690和1501万，付费渗透率分别为18.1%、17.5%和12.3%，参考美国Netflix等流媒体视频平台和HBO等有线电视频道的付费订阅数，并结合各公司和行业的调研反馈，预计国内综合性视频平台的付费会员天花板约在1.5-2亿，芒果TV 2019年付费用户预计达1600-1800万，并在未来2-3年有望达到约3000万的体量。
- ▶ 此外，2020年起各平台将进入提ARPPU值阶段，进度超市场预期，有望对会员收入带来更大弹性。

图表：芒果超媒、爱奇艺及腾讯媒体广告收入对比

广告收入(百万元)	2017H1	2017H2	2018H1	2018H2	2019H1
芒果超媒	476.0	856.0	1,048.8	1,361.8	1,699.0
YoY			120.3%	59.1%	62.0%
爱奇艺	3,381.9	4,777.0	4,728.2	4,599.9	4,320.1
YoY		61.1%	39.8%	-3.7%	-8.6%
腾讯媒体广告	6,586	8,243	8,029	10,271	7,900
YoY			21.9%	24.6%	-1.6%

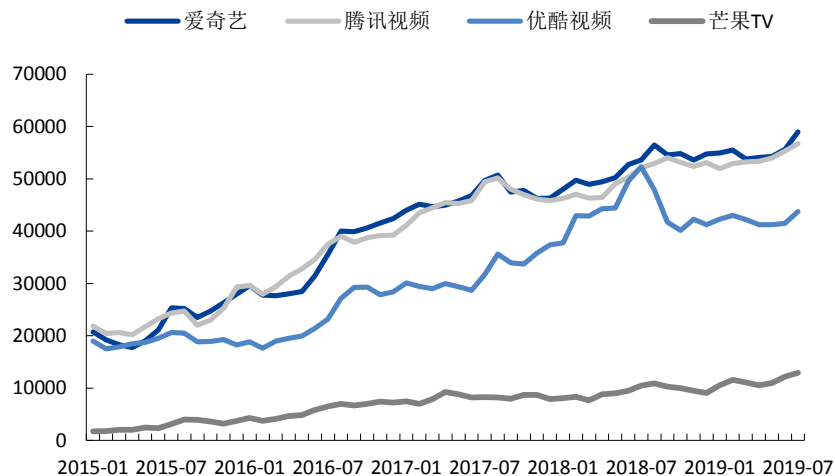
图表：爱奇艺、腾讯视频及芒果TV付费渗透率



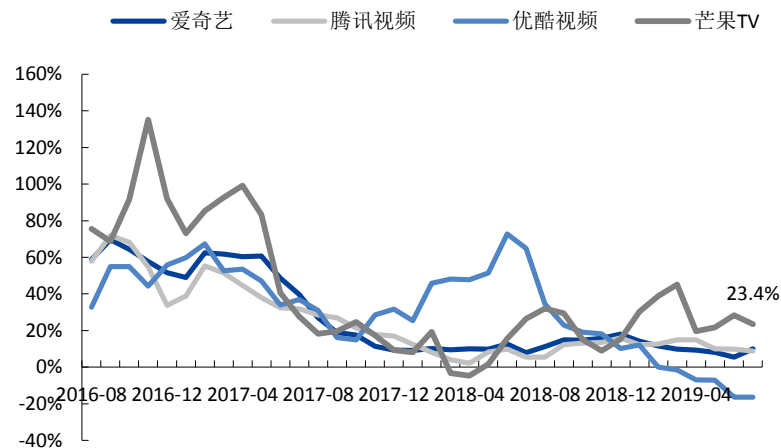
2.4.2 视频平台：竞争格局有所改善，芒果TV行业地位相对上升

- 优酷逐渐掉队后竞争格局改善，芒果TV等平台行业地位相对上升，有望获取更大用户份额。优质内容带动下芒果TV用户数一直处于持续上行的健康增长轨道。根据Questmobile数据，截止2019年7月，芒果TV MAU达1.27亿，同比增长23.4%，增速高于爱奇艺（10.0%）、腾讯视频（8.8%）和优酷（-16.4%）。公司用户体量持续扩张，MAU增速在行业中最高，而优酷则波动较大，芒果TV行业地位相对上升。此外，爱奇艺和腾讯视频联合独播、版权互授的剧集增加，也反映出行业处于更加理性的竞争状态，也是2020年能够进入提ARPPU值阶段的重要基础。

图表：四大视频平台MAU（单位：万）



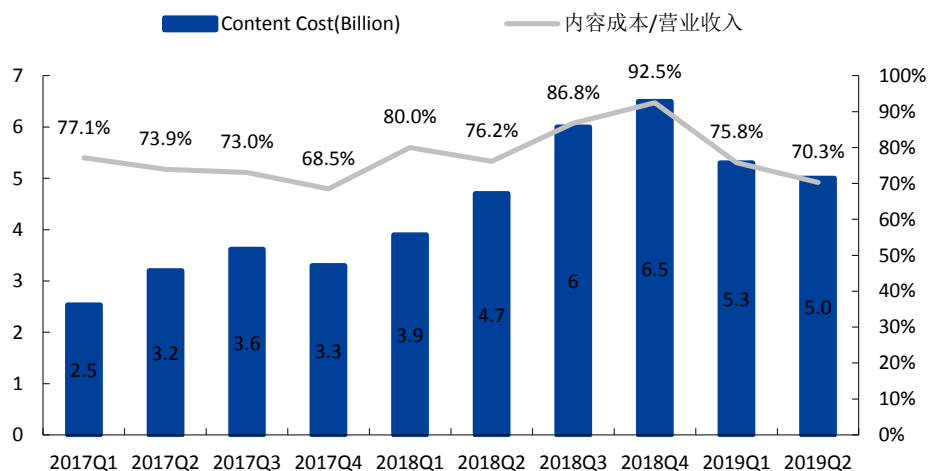
图表：四大视频平台MAU增速



2.4.3 视频平台：综合性平台内容投入体量已达天花板，将进入毛利率/现金流改善阶段

- ▶ 内容成本的快速增长对视频平台盈利能力及现金流带来巨大压力，爱奇艺2017和2018年内容成本分别为126.2和210.6亿元，同比增长67.3%和66.9%，占营收的比重分别为72.6%和84.3%。
- ▶ 但2020年起预计内容成本的绝对增量和同比增速均将大幅放缓，内容成本占营收的比重逐步下降，综合性视频平台进入到毛利率和现金流改善的阶段。内容成本增长的放缓主要来自于：（1）考虑到用户时长和用户增长，内容投入（特别是版权内容）体量已基本达到天花板；（2）由采购版权内容向加码自制内容的转变对成本的节省；（3）随着视频平台产业链地位的提升及对生产要素的把控，叠加监管对演员薪酬等的规范，视频平台内容采购成本及演员成本价格下降。

图表：爱奇艺季度内容成本（十亿元）及占营收比重

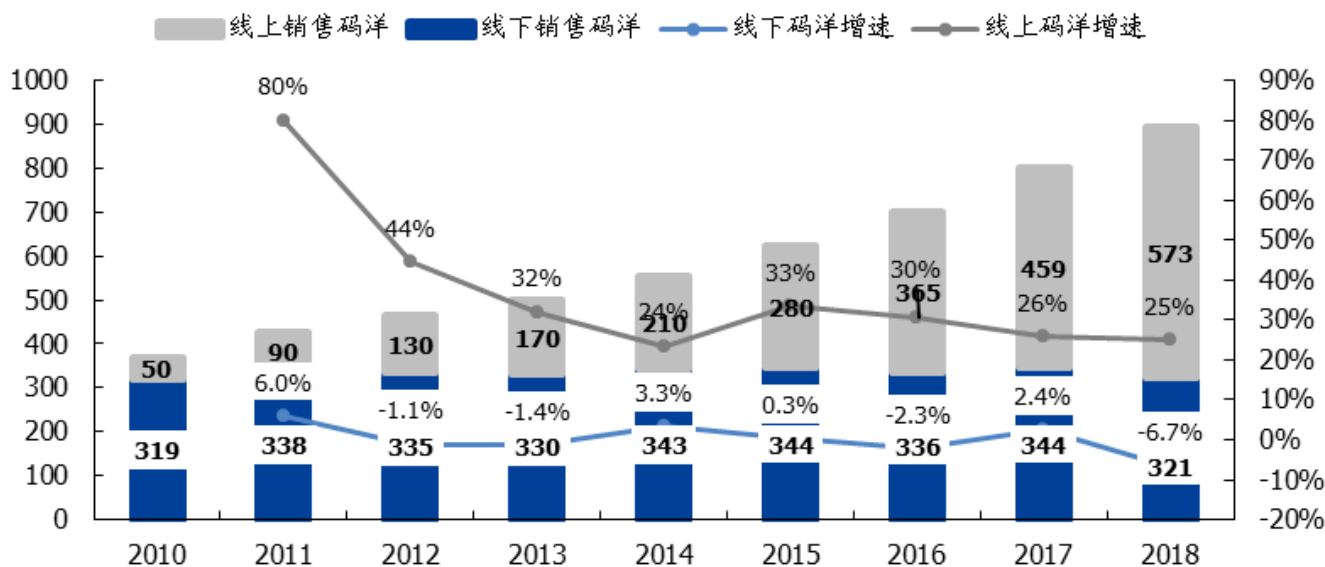


2.5 图书出版：行业稳健发展，把握少儿类图书成长机遇

✓ 行业概况：政策助推阅读习惯养成，行业规模平稳向上

➤ 图书零售市场总规模稳定增长，线上渠道是拉动增长的主力。2015-2018年中国图书零售市场码洋分别为624/701/803/894亿元，增速存在波动，但整体均维持在10%以上。2018年同比增速为11.33%，2019年前三季度同比增速达到12.78%。从不同销渠道来看，线下图书销售码洋逐年下滑，2019年前三季度同比下滑7.03%；线上图书销售码洋保持20%以上的高增速，2019年前三季度同比增速为24.8%，是拉动整体图书市场增长的主要动力。

图表：2010-2018中国线上及线下销售码洋（亿元）和增速



2.5 图书出版：行业稳健发展，把握少儿类图书成长机遇

- 中国全民阅读运动对推动民众阅读习惯养成、促进图书出版行业稳定增长起到了积极作用。自2006年起已大力推动10年，对推动国民形成良好阅读行为起到重要作用，国民阅读数据自2007年起全面回升。根据第一至四次全国国民阅读调查报告，1999-2005年国民图书阅读率呈持续下滑态势，2005年国民图书阅读率仅48.7%，较1999年下滑11.7pct。2007年起，图书阅读数据止跌回升，图书阅读率、人均图书阅读数量（含纸质图书及电子书）和人均每天读书时长三个数据全面上行。截止2016年，国民图书阅读率58.8%，人均阅读图书7.86本，人均每天读书时长20.2分钟。图书阅读数据的回升对出版行业的稳健发展起到积极作用。

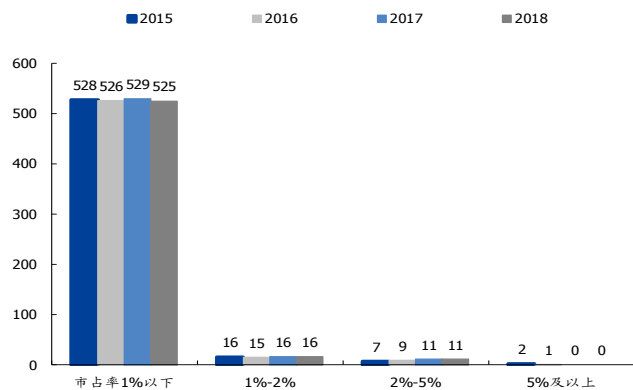
图表：“全民阅读”相关政策出台时间表

政策法规	时间	部门	主要内容及意义
《关于开展全民阅读活动的倡议书》	2006年4月	11个部委联合发布	首次倡导全民阅读
《新闻出版业“十二五”时期发展规划》	2011年4月	原新闻出版总署	全民阅读工程被列入《新闻出版业“十二五”时期发展规划》和原新闻出版总署的重点工程
《中共中央关于深化文化体制改革、推动社会主义文化大发展大繁荣若干重大问题的决定》	2011年10月	中共中央	中央文件中首次出现“深入开展全民阅读活动”的提法
《十八大报告》	2011年12月	中共中央	“开展全民阅读活动”被写入党的十八大报告
《政府工作报告》	2013-2017年	国务院	2013-2016年连续四年提出“倡导全民阅读活动”，并在2017年首次提出“大力推动全民阅读”
《全民阅读“十三五”时期发展规划》	2017年1月	广电总局	提出了十项主要任务，国家级首个全民阅读规划
《全民阅读促进条例》	2017年6月	国务院	立法推动全民阅读
《江苏省人民代表大会常务委员会关于促进全民阅读的决定》	2015年1月	江苏省人大	推进“书香江苏”建设，全民阅读立法工作首先在地方实现突破
《湖北省关于促进全民阅读的决定》	2015年3月	湖北省人民政府	全国第一部通过的全民阅读地方政府规章
《深圳经济特区全民阅读促进条例》	2016年4月	深圳市人大	突出了“阅读权利”“政府引导”和“社会参与”

2.5 图书出版：行业稳健发展，把握少儿类图书成长机遇

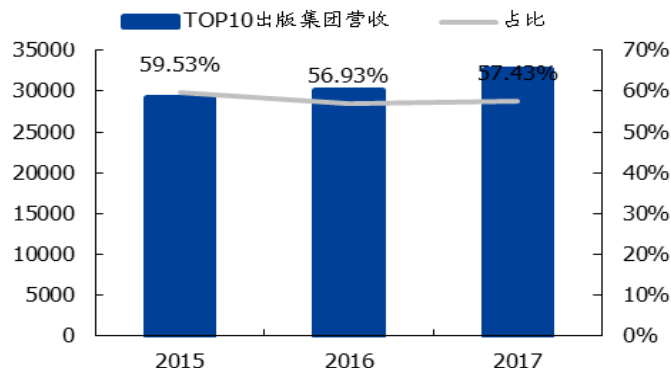
目前国内图书出版竞争格局相对分散。中国出版社主要包括部委社、省出版集团、城市社、大学社、民营出版公司等不同类型。其中，国有出版社在教育出版和学术出版方向具有优势，中信出版、新经典和读客则为大众出版的龙头公司。2018年中国TOP10出版社码洋市占率合计为16.65%，仅有三家市占率超过2%；出版集团口径，TOP10出版集团码洋市占率31.59%，也处于较低水平。对比来看，2017年全球TOP10出版社营收占比达到57.43%，中国出版行业集中度较低。

图表：2015-2018中国出版社市占率分布（单位：家）



2018年图书市场出版社码洋占有率			2018年图书零售市场前十大出版社集团市占率		
名次	出版社	码洋市占率	排名	出版集团	码洋市占率
1	北京联合出版有限责任公司	2.62%	1	中国出版集团	6.38%
2	中信出版集团	2.47%	2	吉林出版集团	3.48%
3	世界图书出版有限公司	2.08%	3	凤凰出版传媒集团有限公司	3.32%
4	机械工业出版社	1.53%	4	中国出版传媒集团股份有限公司	3.12%
5	商务印书馆有限公司	1.45%	5	中国工信出版传媒集团	3.07%
6	人民文学出版社有限公司	1.38%	6	长江出版传媒股份有限公司	2.88%
7	人民日报出版社	1.36%	7	浙江出版联合集团	2.58%
8	外语教学与研究出版社	1.28%	8	中文天地出版传媒股份有限公司	2.54%
9	湖南文艺出版社有限责任公司	1.26%	9	上海世纪出版股份有限公司	2.16%
10	教育科学出版社	1.22%	10	时代出版传媒股份有限公司	2.06%
CR10		16.65%	CR10		31.59%

图表：全球TOP10出版社营收（百万欧元）及占比

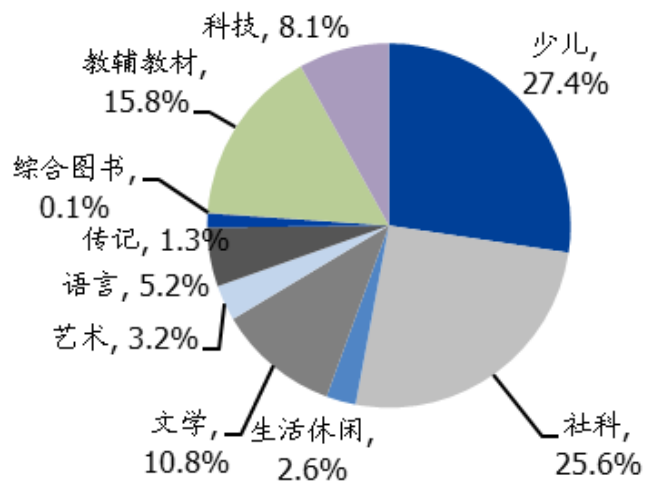


2.5 图书出版：行业稳健发展，把握少儿类图书成长机遇

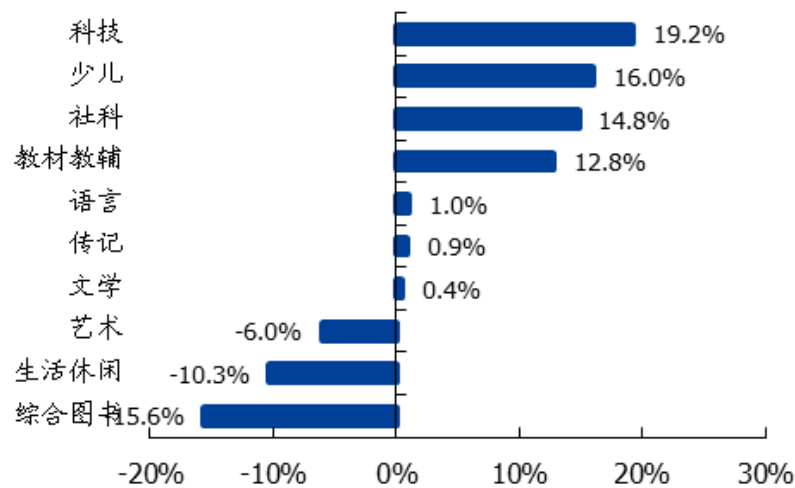
✓ 少儿类领跑大众图书市场，教材教辅有望维持上升趋势

- 图书按照产品类型可以划分为大众图书和教材教辅。大众图书主要受市场需求影响，优质内容的畅销书往往能给出版公司带来更多收益。教材教辅类图书作为在校学生的必需品，受需求端影响较小，且渠道端直接对接教育部门，零售占比较少。在校学生数量和相关政策是影响教材教辅市场规模的重要因素。
- 在大众图书中，少儿、社科和文学为最大的三个品类，2019年上半年占比分别为27.4%、25.6%和10.8%；从增速看，科技、少儿和社科品类保持了较快的增长，2019年上半年增速分别为19.2%、16.0%和14.8%。零售市场中教材教辅类图书同样保持较快增速，2019年上半年教材教辅类图书码洋占比为15.8%，码洋金额同比增长12.8%。

图表：2019年H1不同细分市场码洋比重结构图



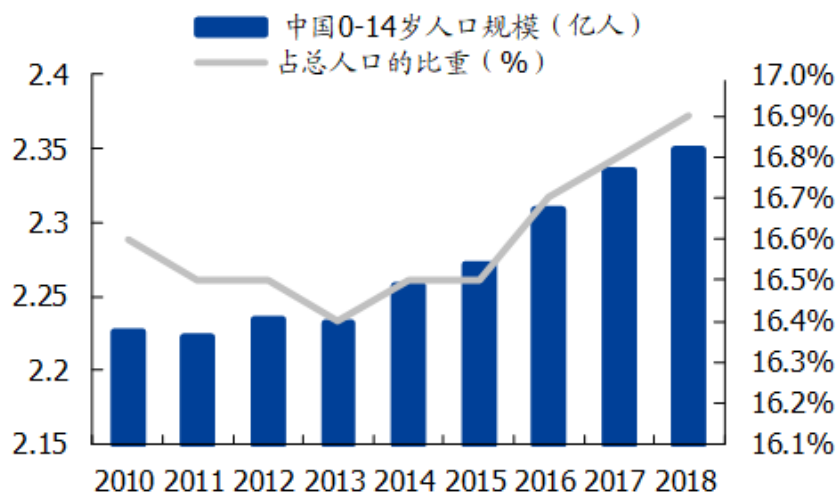
图表：2019年H1中国图书零售市场分品类的码洋增速



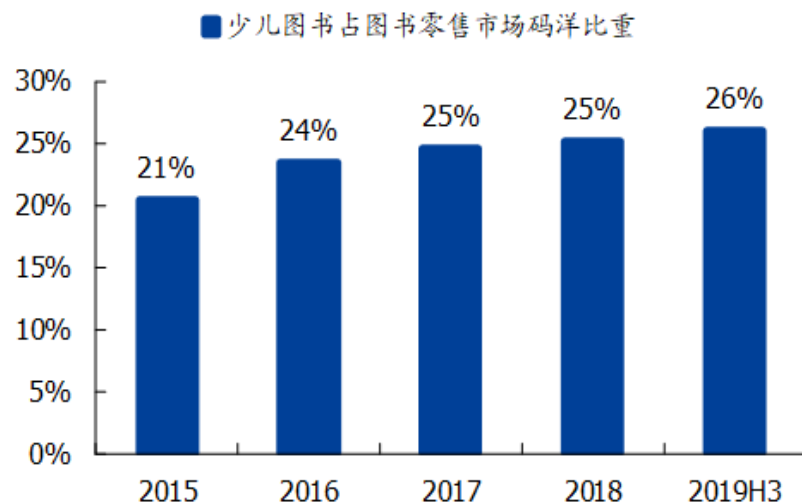
2.5 图书出版：行业稳健发展，把握少儿类图书成长机遇

- 大众图书中少儿类份额持续提升，未来市场规模可期。具体而言，儿童图书市场规模取决于儿童数量、儿童阅读率和少儿图书定价情况：（1）我国少儿人口总规模呈上升趋势，0-14岁少年儿童占总人口数量比重稳定增长，2018年底达16.9%；（2）0-8周岁儿童阅读率处于上升通道，从2011年的69%上升至2018年的76%；（3）从少儿图书定价角度来看，排名前100名新书定价/售价为42.56/27.37元，高于2017年水平，定价上涨趋势显著。根据开卷数据，2019年前三季度，中国少儿图书零售市场码洋占比为26.05%，较2018年底上涨0.85个百分点，呈稳中有进态势。可以预见，未来我国少儿图书市场将保持稳健增速。

图表：2010-2018年中国0-14岁人口规模



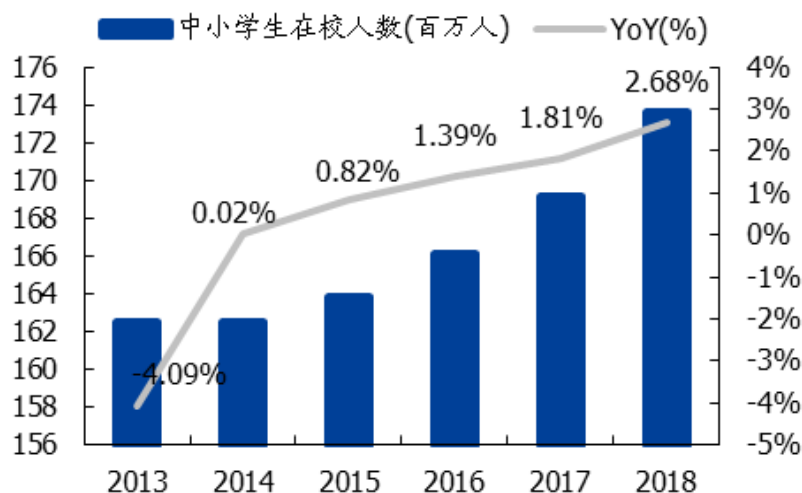
图表：少儿图书占图书零售市场码洋比重



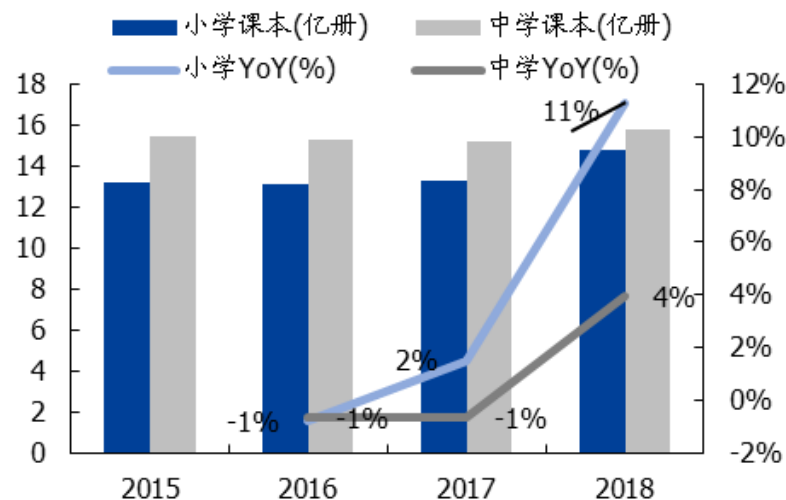
2.5 图书出版：行业稳健发展，把握少儿类图书成长机遇

- 我国中小学生在人数持续上升，有望带动教材教辅市场规模向上。根据教育部数据，2018年全国中小学生在人数为1.74亿人，同比增长2.68%，增速为2013-2018年最高水平。从课本规模来看，2018年全国出版小学课本14.8亿册，同比增长11%；出版中学课本15.8亿册，同比增长4%。

图表：全国中小学生在人数趋势



图表：全国中小学生在课本出版规模情况

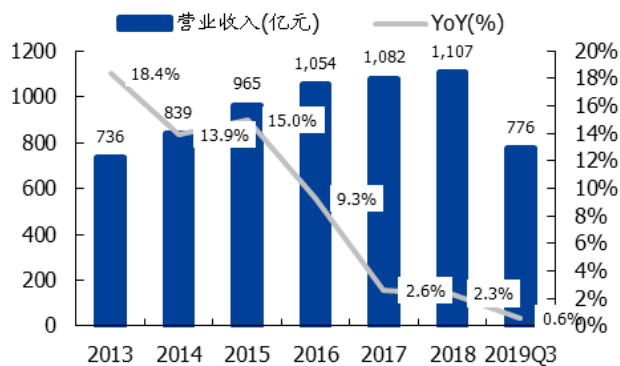


2.5 图书出版：行业稳健发展，把握少儿类图书成长机遇

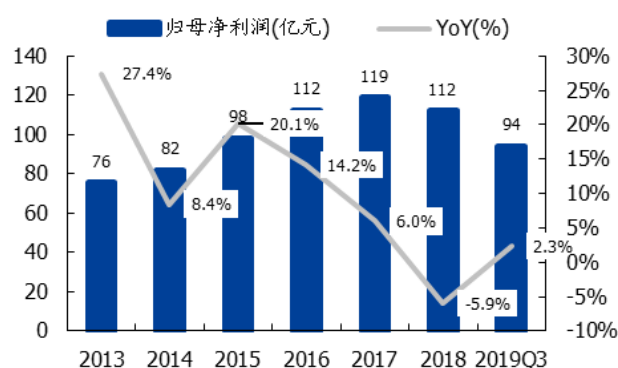
✓ 行业利润水平相对稳定，经营性现金流充裕

- 图书出版行业净利润增速有所回升。2018年图书出版行业实现营业收入1107.25亿元，同比增长2.3%，2013-2018CAGR为8.5%；实现归母净利润112.11亿元，同比下滑5.9%；实现扣非归母净利润85亿元，同比下滑8.5%。2018年净利润增速为负主要由于公司天舟文化净亏损达到10.86亿元，考虑剔除天舟文化的影响，出版行业2018年实现归母净利润122.97亿元，同比增长4.35%。截止至2019年前三季度，出版行业实现营业收入776亿元，同比增长0.6%；实现净利润94亿元，同比增长2.3%；实现归母扣非净利润83亿元，同比增长9.1%，净利润增速相对年初水平有所回升。
- 从利润率水平来看，行业毛利率与净利率保持相对稳定。2018年出版行业毛利率为30.57%，同比增加0.34pct，净利率为10.13%，同比减少0.89pct；2019年前三季度毛利率为31.85%，净利率为12.14%。

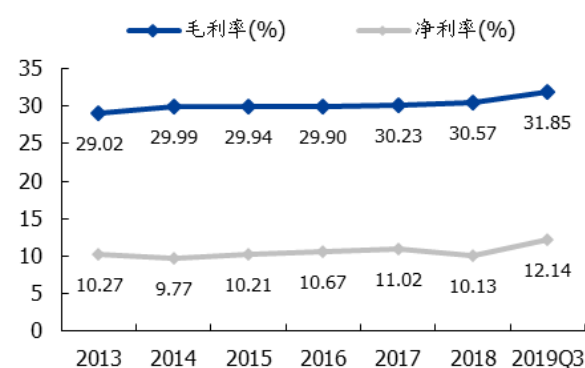
图表：图书出版发行行业营业收入及增速



图表：图书出版发行行业归母净利润及增速



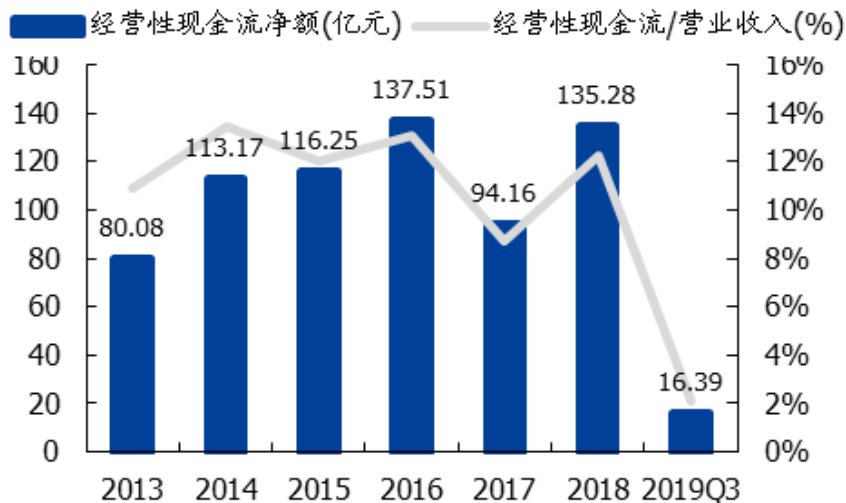
图表：图书出版发行行业毛利率及净利率



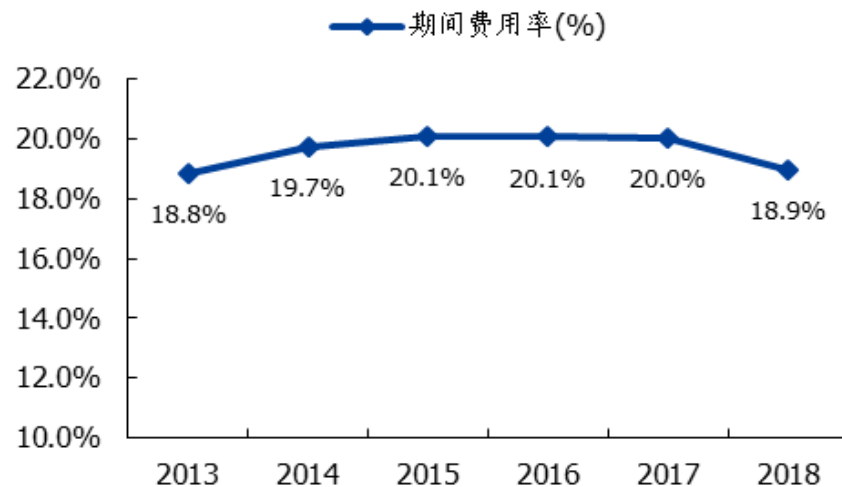
2.5 图书出版：行业稳健发展，把握少儿类图书成长机遇

- ▶ 经营性净现金流有所好转，期间费用率下降。2018年出版行业经营性现金流净额为135.28亿元，相对于上年的94.16亿元同比上升43.7%；2019年前三季度经营性现金流净额为16.39亿元，其中新华传媒和中国科传两家公司2019年前三季度经营性现金流为-9.36亿元和-14.81亿元，对行业整体影响较大。2018年出版行业整体期间费用率为18.9%，同比减少1.1pct。

图表：图书出版发行行业营业收入及增速



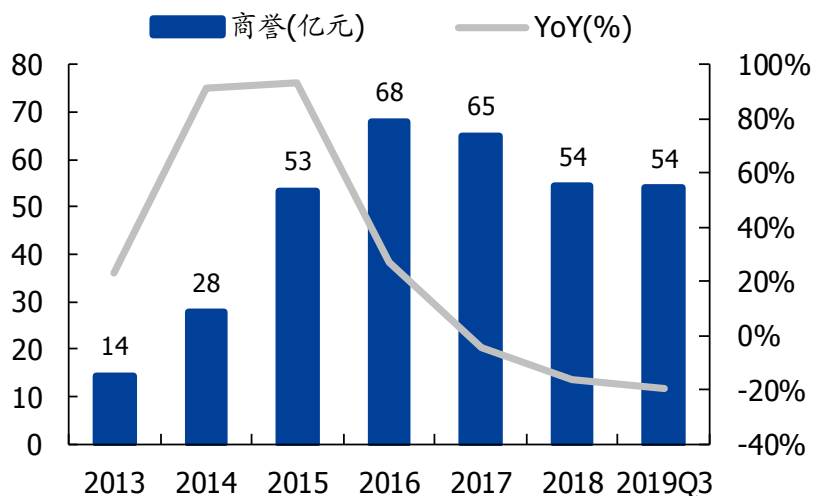
图表：图书出版发行行业期间费用率



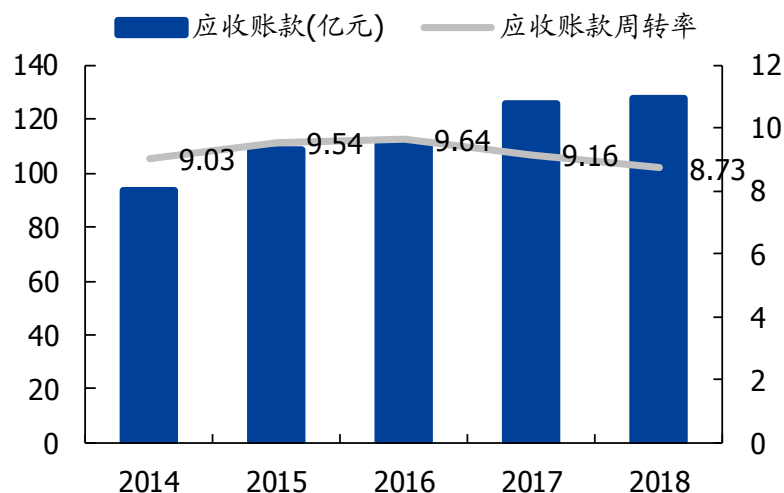
2.5 图书出版：行业稳健发展，把握少儿类图书成长机遇

- 图书出版行业商誉减值风险较小，应收账款周转率保持基本稳定。图书出版行业商誉减值情况不明显，2018年全行业商誉为54.34亿元，相对于上年的65亿元同比减少11亿元，主要由于同期天舟文化并购人民今典产生所计提的减值准备达到9亿元，板块其它公司商誉保持基本稳定；2018年出版行业累计应收账款127.81亿元，与去年水平（125.83亿元）保持一致，应收账款周转率为8.73，相比去年小幅下降，应收账款周转率整体在传媒板块中属于较高水平。

图表：图书出版发行行业商誉及同比增速



图表：图书出版发行行业应收账款及周转率

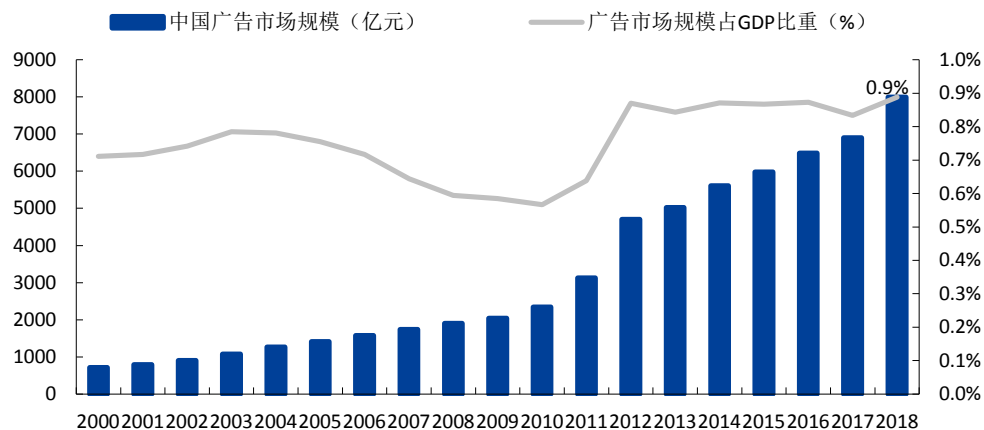


2.6 整合营销：互联网与生活圈广告正增长，企业商誉减值风险承压

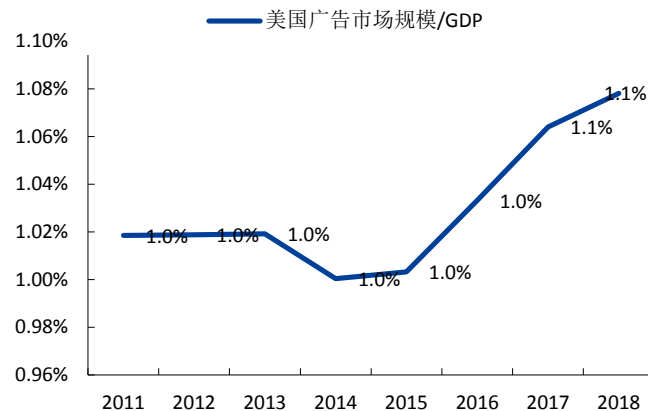
✓ 市场规模趋于稳定，互联网与生活圈广告正增长

- 广告市场和经济情况密切相关。2018年中国广告市场规模近6900亿元，占GDP比重0.9%。近10年该比重均维持再0.8%-0.9%区间，相对美国水平较低（2018年占比1.1%）。从增速来看，中国广告经营额增速与GDP增速几乎保持一致，2012年增速较高的主要是互联网营销驱动所致。

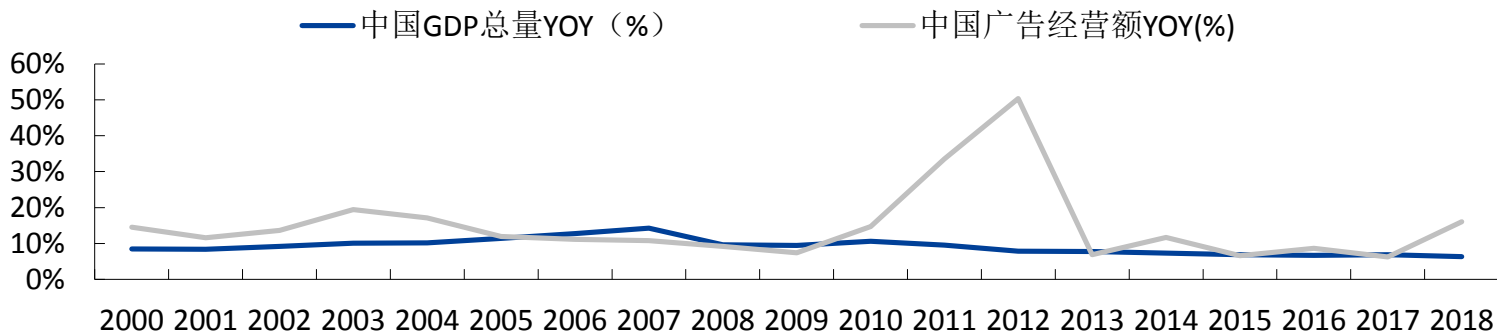
图表：2000年-2018年中国广告市场规模及占GDP比重



图表：美国广告市场规模占GDP的比重



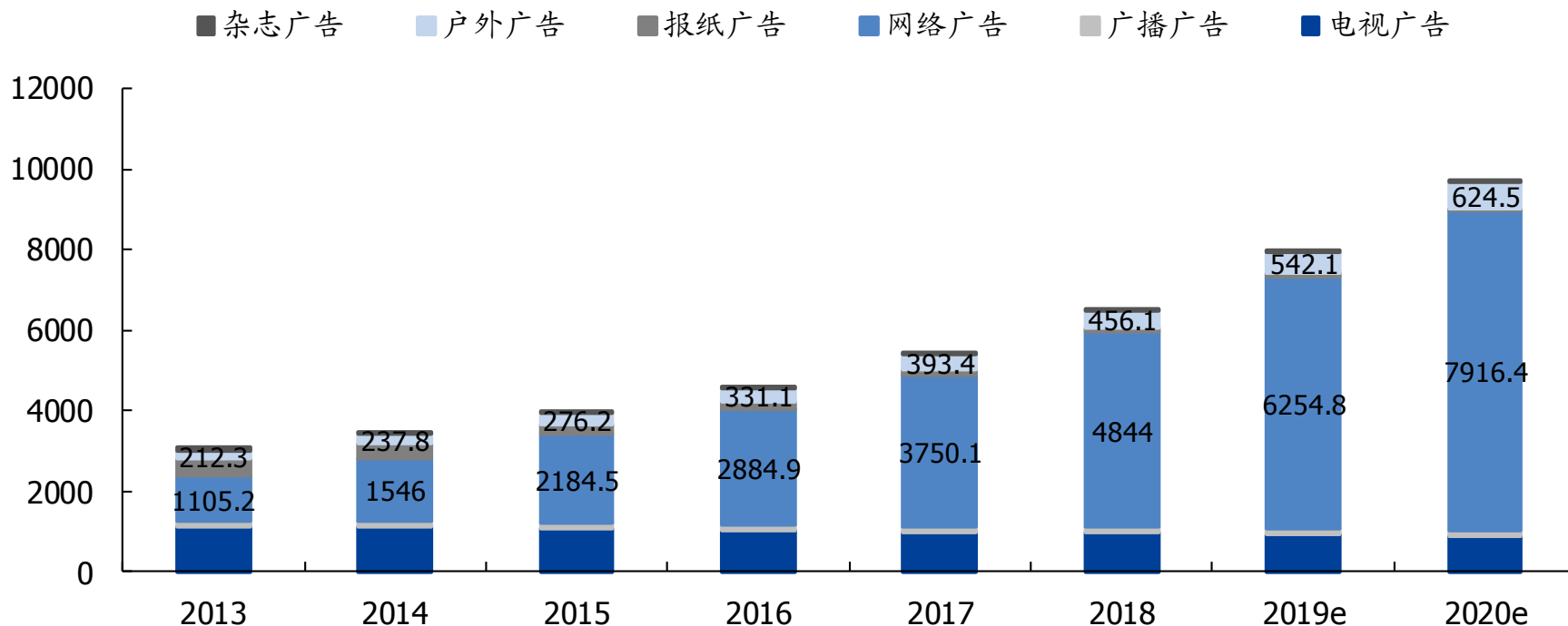
图表：中国GDP增速与广告经营额增速情况



2.6 整合营销：互联网与生活圈广告正增长，企业商誉减值风险承压

- **总体市场结构情况：**根据艾瑞的预测，广告市场2017-2022年复合增速6%，市场规模趋于稳定。未来行业蛋糕重新切分，预算投放结构预将持续从传统广告向生活圈、互联网倾斜。
- **传统广告：**传统媒体在渗透和融合中衍生新的融媒形式，且传统媒体的公信力和覆盖力远超其他媒体，未来传统广告市场规模将趋于稳定。
- **生活圈媒体：**凭借对消费者碎片时间的匹配与到达，广告价值认可度持续提升。

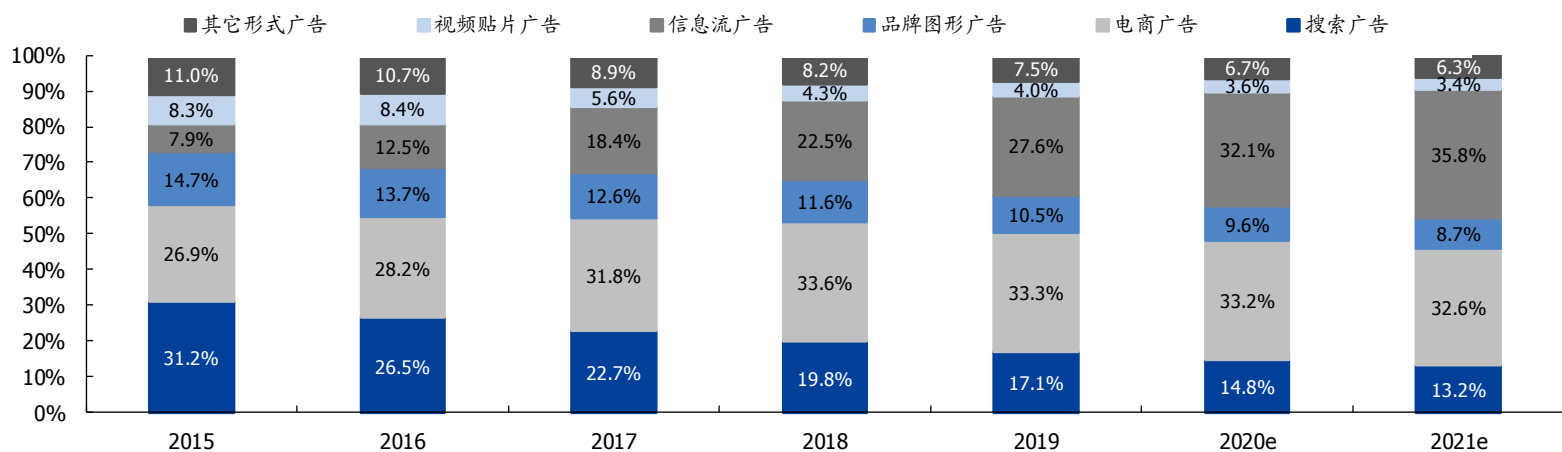
图表：各类型互联网广告收入规模2013-2020（单位：亿元）



2.6 整合营销：互联网与生活圈广告正增长，企业商誉减值风险承压

- ▶ 互联网广告中信息流广告、电商广告增长迅猛，搜索广告、贴片广告等份额被蚕食。艾瑞预计19-20年信息流广告占比持续上升至32.1%，电商广告将稳中有降，从19年33.3%降至21年32.6%，主要原因是未来电商广告库存见顶，转化率边际改善不明显。
- ▶ 竞争格局上，BAT占比约62%，信息流、电商广告为主的腾讯/头条/阿里侵占百度份额的趋势明显。

图表：各类型互联网广告收入占比



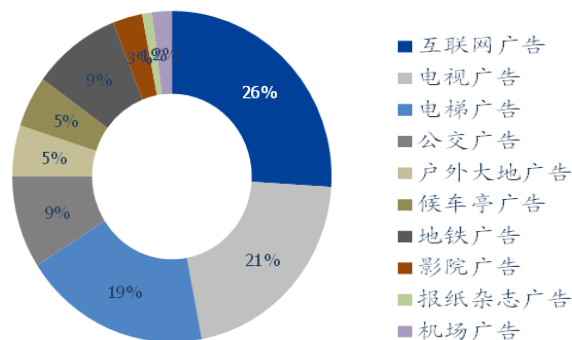
图表：互联网企业广告收入（亿元）

	2015	2016	2017	2018	1Q19	2Q19
阿里巴巴	499	713	1084	1386	301	420
百度	606	589	650	726	155	170
腾讯	175	270	404	581	134	164
今日头条	30	60	150	470		
新浪	48	58	89	119	26	30
美团	4	25	47	94	29	36
网易	18	22	24	25	4	6

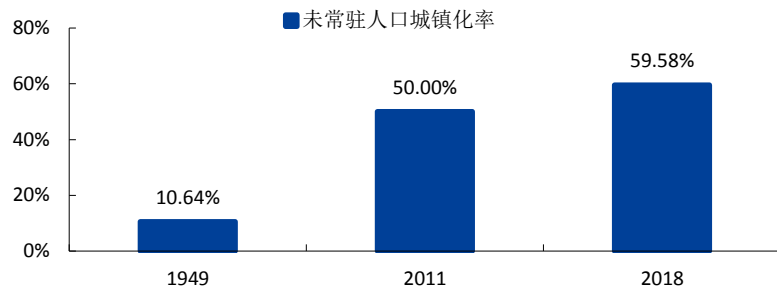
2.6 整合营销：互联网与生活圈广告正增长，企业商誉减值风险承压

- 电梯广告的市场份额仅次于互联网广告和电视广告，在10大主流媒体中居于第三位。2019H1在广告市场整体疲软的背景下仍保持正增长。
- 生活圈广告核心竞争力在于覆盖城市主流消费人群生活工作场景，具备流量聚合效应，大面积高频次的狭小空间曝光对品牌有集中引爆的效果。线上广告向线下迁移及城市生活圈媒体的下沉扩张是未来生活圈广告的增长驱动力。
- 互联网线上流量红利见顶，线下流量成本更低、是巨头所布局线下业态的重要途径，通过线上线下的互相补充形成生态。阿里巴巴集团及其关联方以约150亿元人民币战略入股分众传媒，以及百度10亿元人民币投资新潮传媒，巨头对生活圈媒体媒体平台的布局，均体现其对生活圈媒体对其线下流量的竞争的价值。

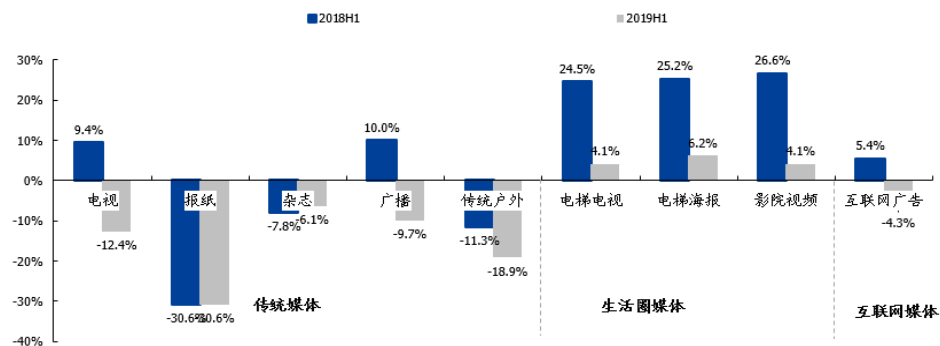
图表：全媒体广告份额（%）



图表：我国城镇化率不断提升



图表：2018-2019上半年各媒介广告刊例花费变化

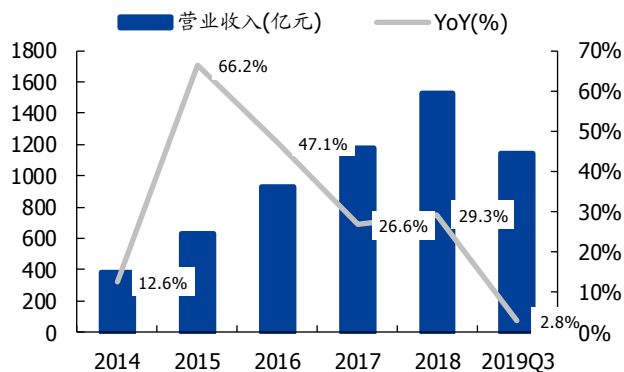


2.6 整合营销：互联网与生活圈广告正增长，企业商誉减值风险承压

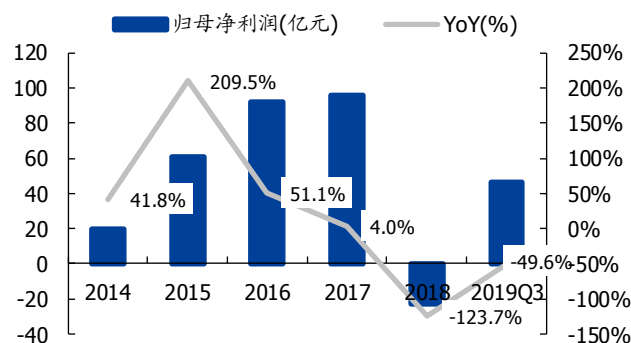
✓ 营收稳定增长，商誉减值导致利润水平承压

- 行业营收稳定增长，利润水平受商誉减值影响不佳。2018年广告行业实现营收1524.59亿元，同比增长29.3%；归母净亏损达到22.78亿元，同比下滑123.7%，主要由于较多企业当年计提巨额商誉减值所致。考虑剔除当年亏损大于10亿的公司深大通、当代东方、佳云科技联创股份和利欧股份，营销板块2018年实现净利润67.38亿元，同比下滑17.27%。此外，2019年前三季度行业实现营收1146.52亿元，同比增长2.8%，营收增速有所放缓；实现净利润46.476亿元，同比下滑49.6%。
- 营销行业净利率与毛利率整体呈下滑趋势。2018年板块毛利率为19.39%，相对于2015年最高水平（27.87%）减少8.48%，板块净利率转负，2018年为-1.49%。在广告行业中，分众传媒、每日互动和三六五网维持较高毛利率，2018年毛利率水平分别为66.21%，83.25%和93.90%。

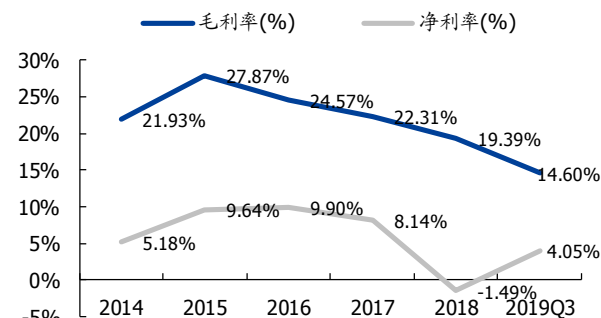
图表：广告行业营收及增速情况



图表：广告行业归母净利润及增速情况



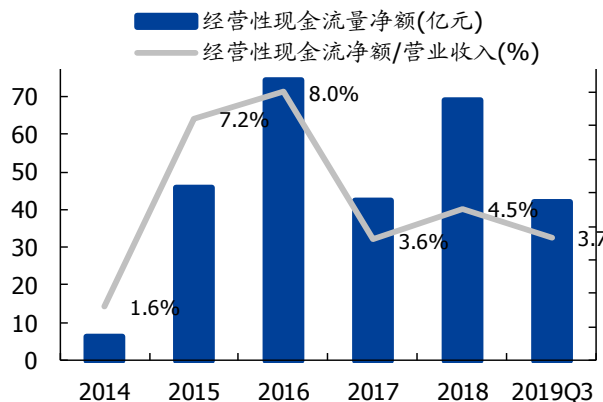
图表：广告行业毛利率及净利率情况



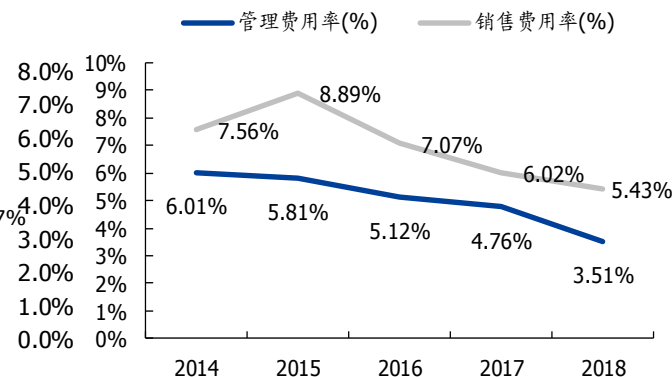
2.6 整合营销：互联网与生活圈广告正增长，企业商誉减值风险承压

- ▶ 板块经营性现金流稳定，期间费用率走低，商誉减值风险较高。2018年广告行业经营性现金流净流入69.08亿元，占营业收入的比重为4.5%，相较于2017年水平小幅提升。从期间费用率来看，营销行业费用支出主要为管理费用和销售费用，两者呈逐年下滑趋势。2018年板块管理费用率为5.43%，销售费用率为3.51%。从商誉情况来看，2018年末广告行业累计商誉达到303.61亿元，同比去年下滑25.5%，累计发生商誉减值的企业为14家，其中深大通、联创股份、利欧股份商誉减值金额高达21.23/20.71/18.09亿元。

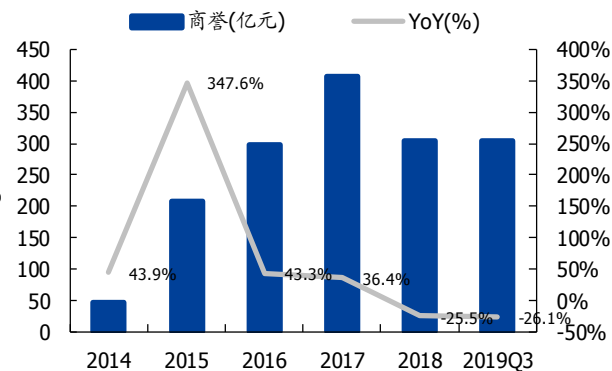
图表：广告行业经营性现金流情况



图表：广告行业管理费用率和销售费用率情况



图表：广告行业商誉及增速情况



2.7 游戏：5G引领游戏变革，政策改善推动行业景气度回升

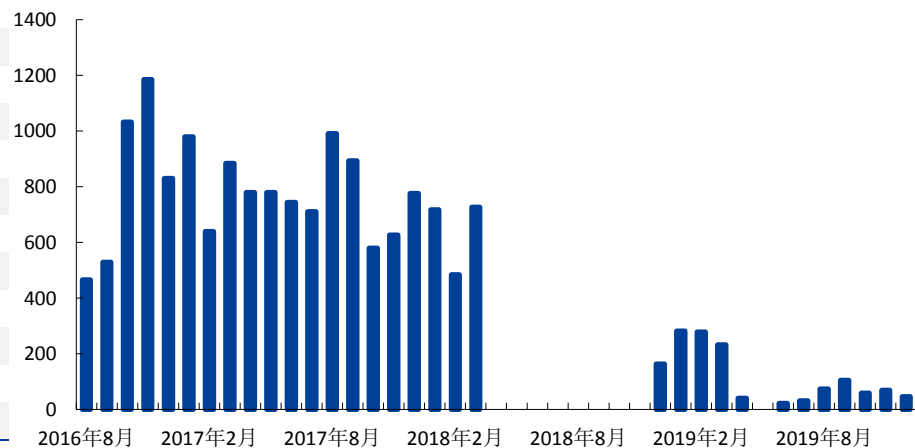
✓ 版号审核回归正常，行业景气度开始回升

- 自2018年3月开始，国产网络游戏版号开始限发（3月公示的版号是在此前获得的），历经约10个月，至2018年12月开始版号审批重启。在4月至11月长达8个月的版号冰封期，国产网络游戏版号获批数为0。虽然从2018年12月起版号审批重启，但每月版号审批数量相比之前却有明显下降。2016年国产游戏版号月平均发放量达到768个，但此后版号发放重启后降至每个月300以内。2019Q1版号申报仍处于暂停状态，主要因为处理此前积压的游戏产品。
- **2019年4月19日新闻出版广电总局更新了游戏版号申报表，意味着游戏版号申报回归正常化。截至2019年12月6日，合计发放25批国产网络游戏版号，共1404款。此外还发放了8批进口游戏版号，共185款。**

图表：版号审批重启后国产网络游戏版号发放数量（截至2019年12月6日）

审批时间	数量	批次
2018年12月	164	2
2019年1月	282	3
2019年2月	279	3
2019年3月	233	3
2019年4月	40	1
2019年5月	0	0
2019年6月	22	1
2019年7月	31	1
2019年8月	74	2
2019年9月	105	4
2019年10月	59	2
2019年11月	69	2
2019年12月	46	1

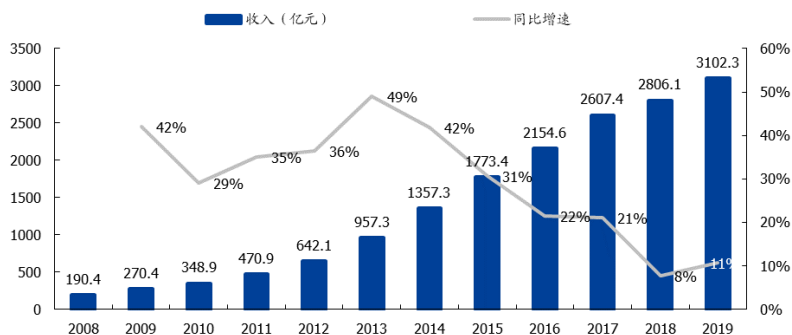
图表：国产网络游戏版号发放数量(个)



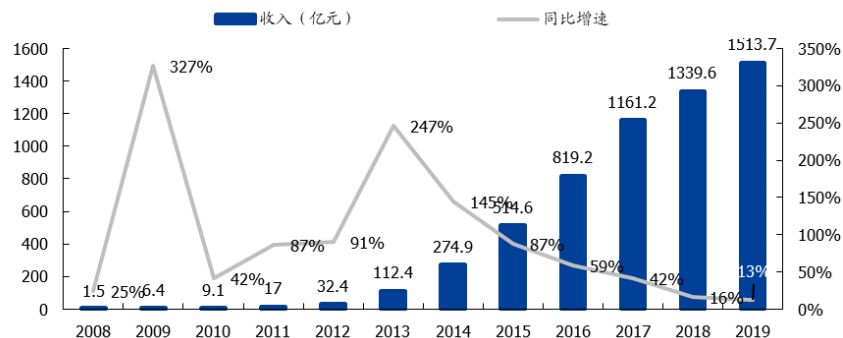
2.7 游戏：5G引领游戏变革，政策改善推动行业景气度回升

- 版号审批重启后游戏行业景气度开始回升。根据伽马数据发布的《2019中国游戏产业年度报告》，2019年国内游戏行业销售收入达2330.2亿元，同比增长约8.7%；其中，国内移动游戏的销售收入达1513.7亿元，同比增长约13%。网络游戏整体销售收入在经历2018年版号限制后，行业增速开始回暖。

图表：网络游戏销售收入



图表：移动游戏销售收入



资料来源：伽马数据，国盛证券研究所

2.7 游戏：5G引领游戏变革，政策改善推动行业景气度回升

✓ 市场向头部集中，行业马太效应加剧

- 市场向头部集中，腾讯发行份额占比过半。截至2019年12月6号，IOS畅销TOP20名单中的游戏多由腾讯与网易发行，其中腾讯代理发行的游戏数量占比30%，网易占35%，上榜游戏中有将近过半的为上线时间较长的高制作水平的精品游戏。
- 纵观近3年IOS畅销游戏TOP10榜单，《王者荣耀》、《梦幻西游》、《阴阳师》、《大话西游》、《QQ飞车》、《乱世王者》、《QQ炫舞》等游戏连年上榜。这些老款精品游戏之所以长期霸榜，不仅因为产品自身优良，还因为头部厂商有着极强的长线运营能力，能够不断迭代产品版本维持甚至扩大其用户保有规模。

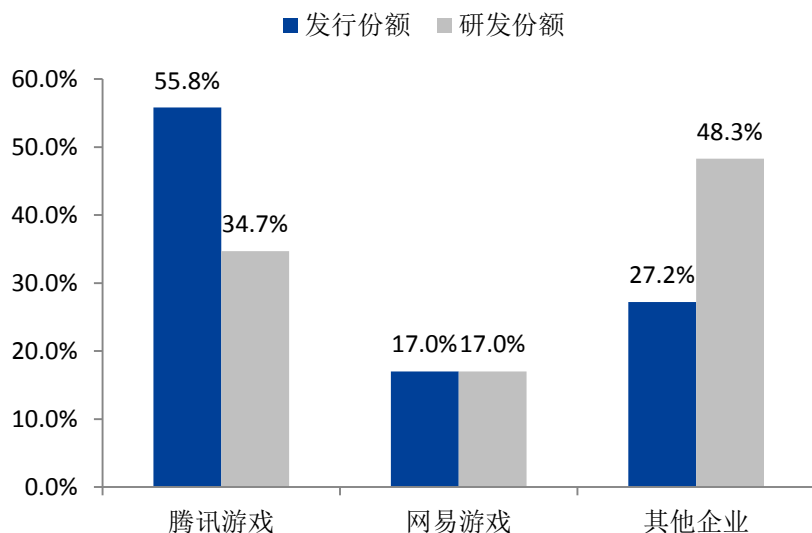
图表：IOS游戏畅销榜TOP20（截至2019年12月6日）

排名	游戏名称	游戏类型
1	王者荣耀	MOBA
2	三国志（战略版）	策略
3	梦幻西游	MMORPG
4	和平精英	动作
5	战双帕弥什	动作
6	少年三国志	卡牌
7	率土之滨	沙盘策略
8	神武3	MMORPG
9	灌篮高手	体育
10	猎人	动作
11	大话西游	MMORPG
12	阴阳师	策略
13	完美世界	MMORPG
14	QQ飞车	动作
15	启源女神	MMORPG
16	开心消消乐	休闲游戏
17	阴阳师：百闻牌	卡牌
18	一梦江湖	冒险
19	火影忍者	动作
20	明日之后	MMORPG

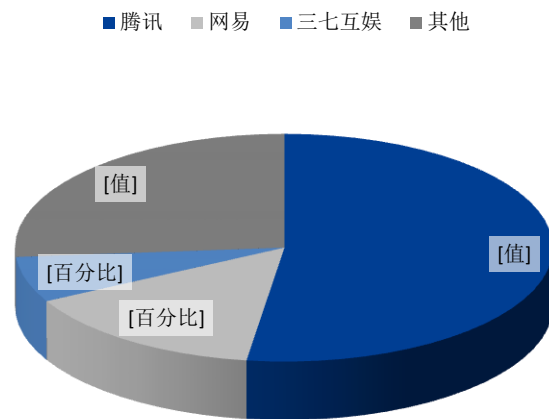
2.7 游戏：5G引领游戏变革，政策改善推动行业景气度回升

- ▶ 截至2019年Q3，腾讯游戏发行份额和研发份额分别达55.8%和34.7%，网易占比17%/17%，两家大厂占据了行业发行份额的72.8%和研发份额的50%以上，集中度较2018Q4仍有提升。
- ▶ 随着精品游戏趋势的加强，市场将进一步集中于资金实力雄厚、研发能力更强的头部厂商手中，行业马太效应加剧，头部厂商更具话语权。

图表：3Q19游戏公司市场份额（%）



图表：Q42018移动游戏公司发行份额（%）

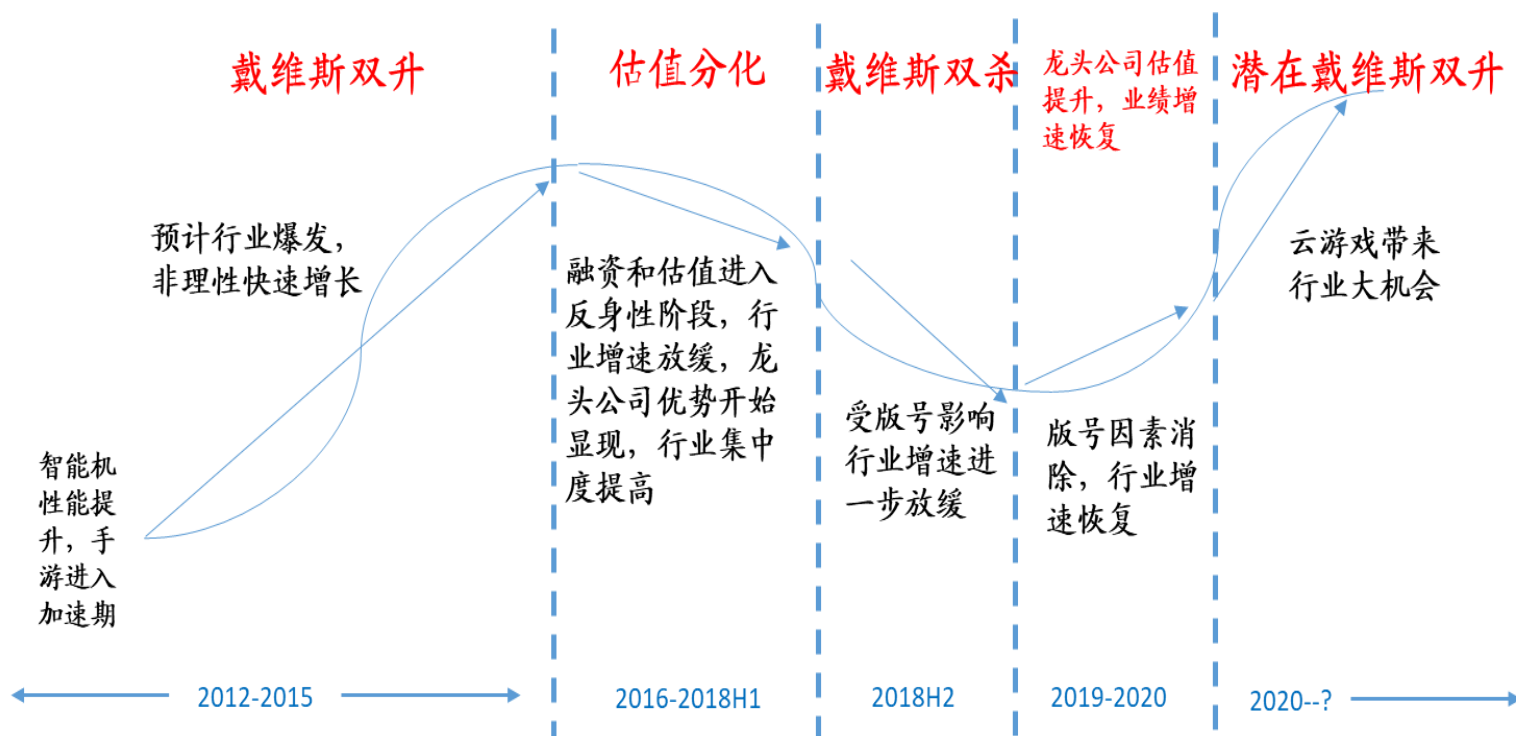


2.7 游戏：5G引领游戏变革，政策改善推动行业景气度回升

✓ **5G时代推动云游戏发展，行业有望迎来戴维斯双升**

- **5G网络即将普及，云游戏将成未来发展趋势。**2020年5G网络时代的到来将带动游戏行业发送革命性变化，云游戏的发展是其中极具代表性的一环。升级用户体验有望扩大用户规模，特别是吸引新的重度游戏用户，并带来行业格局的重新洗牌，拥有3A大作研发经验的内容生产商有望受益，精品游戏内容生产商的估值会随之提升。长期看受益5G时代云游戏的模式，游戏板块有望进行再一次戴维斯双升。

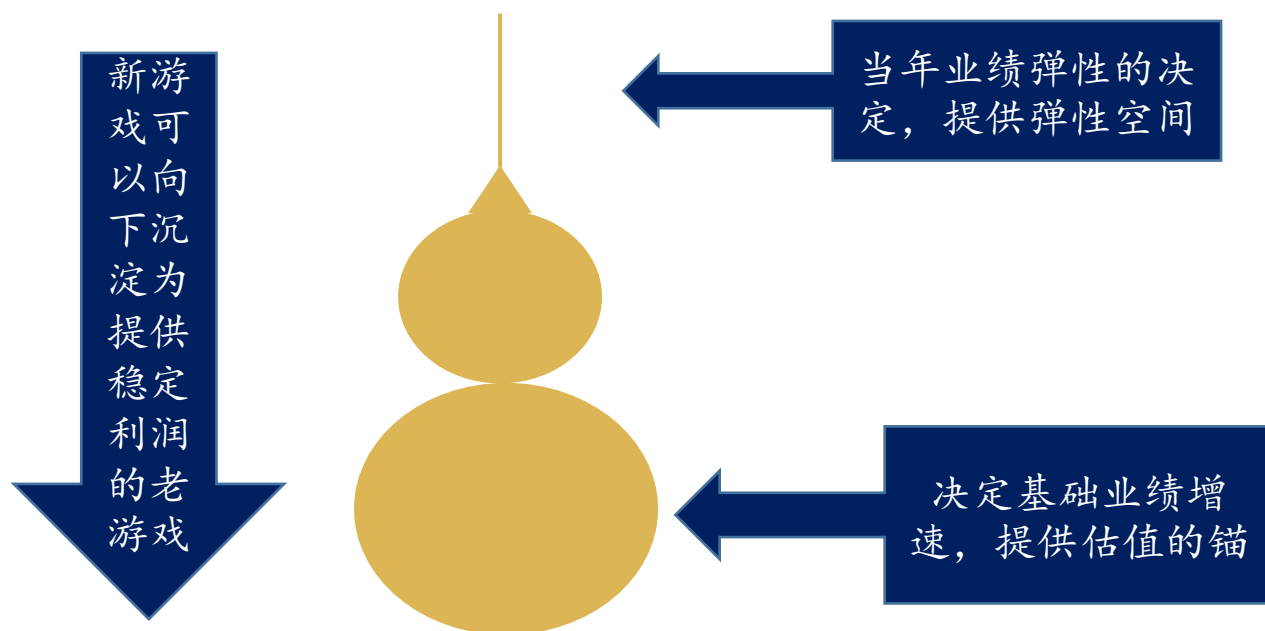
图表：游戏发展五阶段



2.7 游戏：5G引领游戏变革，政策改善推动行业景气度回升

- ▶ 我们认为，一个健康的，可持续经营的游戏公司的产品矩阵应该是葫芦型，能够在提供稳定业绩，的同时产生弹性。葫芦的大肚子是每年能够提供稳定流水和利润的长线运营产品，决定公司每年稳定的利润来源，决定稳定估值中枢，如腾讯《王者荣耀》、《休闲手游》、《LOL》、《DNF》，网易《大话西游》、《梦幻西游》，动视暴雪《DOTA》，《炉石传说》。
- ▶ 葫芦的小肚子是去年/前年新上游戏在今年继续保持一定热度，并且在活动带动下短期能够带来一定流水增量，这部分是当年业绩的增量之一。如腾讯《QQ飞车》、《魂斗罗》），网易《逆水寒》、《楚留香》
- ▶ 葫芦的藤是当年新游戏，流水的高低（藤的高度）决定了公司当年业绩的最大增量部分

图表：游戏公司健康的葫芦形产品结构



2.7 游戏：5G引领游戏变革，政策改善推动行业景气度回升

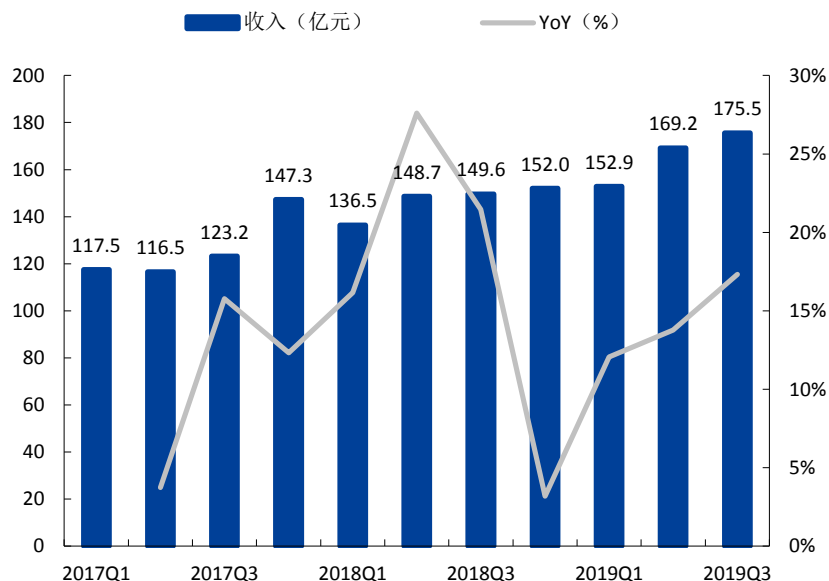
- 我们认为当前游戏版块是存在潜在预期差的，这个预期差在于对于游戏公司产品力的判断以及对生命周期的判断。部分投资者依然是用17年上半年之前在流量红利时代，游戏公司炒爆款的逻辑看待当前时点的游戏公司。不可否认的是爆款产品上线及短期流水的快速爬升是游戏公司股价弹性最大的时刻，但核心需要思考的是，现在爆款产品对公司当年的业绩影响大小的变化。
- 过去：在游戏的流量时代，爆款游戏对游戏公司当年的业绩影响极大，且当时整体研发实力相比现在较弱，因此市场对于爆款产品关注度极高，且当时爆款产品最终能够成功的不确定性高，某种意义上当时的游戏公司是一个“只有藤的不完整的葫芦”。
- 现在：1) 葫芦完善度：目前看A股游戏公司，产品矩阵在逐渐完善，如完美世界的《诛仙》上线三年依然保持接近1亿的月流水，游族网络的《少年三国志》也有8000万左右的流水，从长线运营和级别看都已经陆续向“大肚子”部位转移；2) 藤的高度：《完美世界手游》首月过10亿的流水也说明A股公司“藤”的高度依然有空间。
- 变化的结果：1) 估值有底，我们认为随着游戏公司业绩确定性的提升，游戏公司的估值将获得业绩有力支撑；2) 空间打开，通过2019年A股公司游戏公司的表现我们可以发现，整体流水级别上了一个新的台阶，估值天花板上移至20x有较高可能性。

2.7 游戏：5G引领游戏变革，政策改善推动行业景气度回升

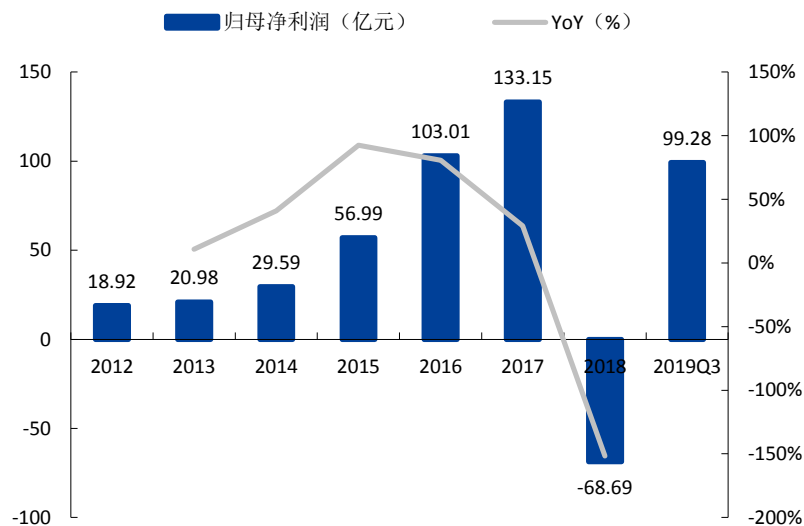
✓ 游戏行业营收和净利润自2018年低点之后增速大幅回升

- 游戏行业上市公司季度营收增速反弹，净利润回升。经过版号限发带来的行业寒冬期，2018年游戏行业上市公司营业收入为586.79亿元，虽整体比上一年有所增长，但从单季度来，同比增速从2018年Q2开始下滑，至2018Q4营收同比增速回落至3.2%的低点。随着版号的恢复，自2019年Q1开始，游戏行业上市公司营收触底反弹，同比增速不断回升。
- 净利润在骤跌之后也开始恢复。2017和2018年游戏行业上市公司归母净利润分别为133.15和-68.69亿元，2018年大幅亏损主要受到天神娱乐、掌趣科技等公司计提大额资产损失的影响。截至2019Q3，游戏行业上市公司归母净利润达到99.28亿元；除天神娱乐等少数公司外，行业上市公司的净利润基本全部为正。

图表：游戏行业上市公司单季度营收



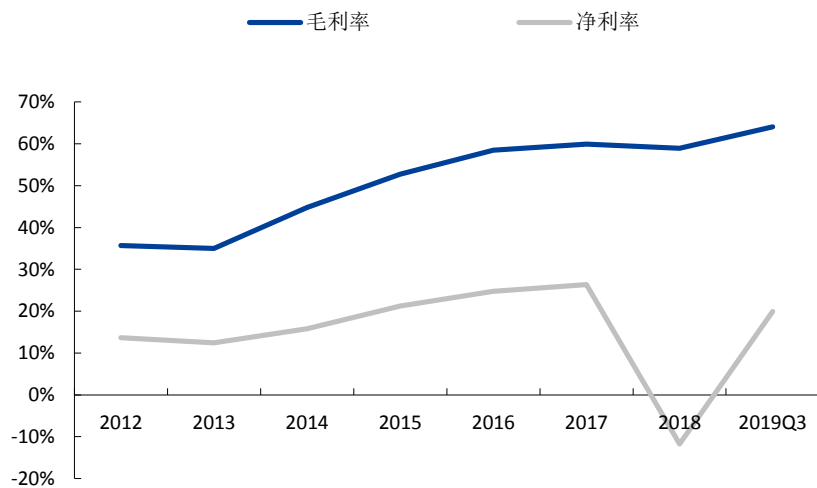
图表：游戏行业上市公司归母净利润



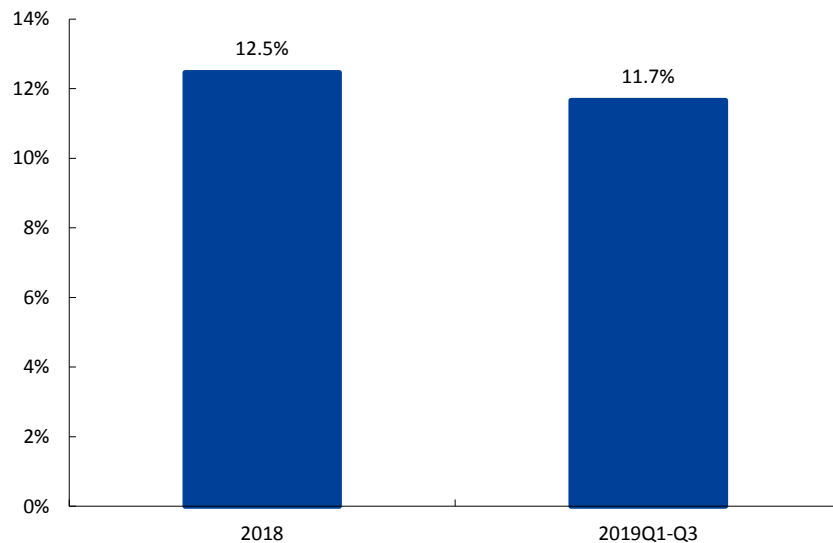
2.7 游戏：5G引领游戏变革，政策改善推动行业景气度回升

- 从利润率水平来看，游戏行业毛利率和净利率整体呈现稳中有升态势。除2018年毛利率和净利率出现下滑外，其余年份利润率处于相对稳定的上行通道。截至2019年第三季度，游戏行业上市公司整体毛利率为64.03%，较2018年提升5.06pct，净利率恢复至19.95%。此外，A股游戏公司持续投入研发，研发费用率保持稳定，整体随收入增长。

图表：游戏行业上市公司利润率情况



图表：游戏行业上市公司研发费用率

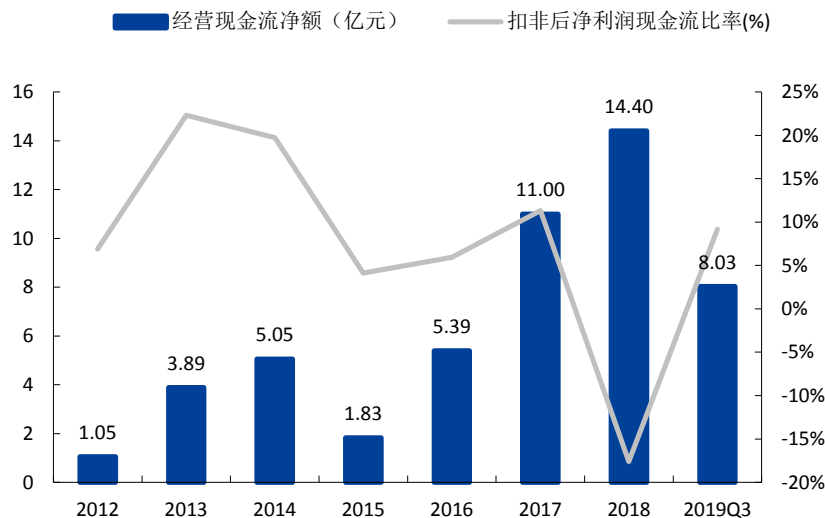


2.7 游戏：5G引领游戏变革，政策改善推动行业景气度回升

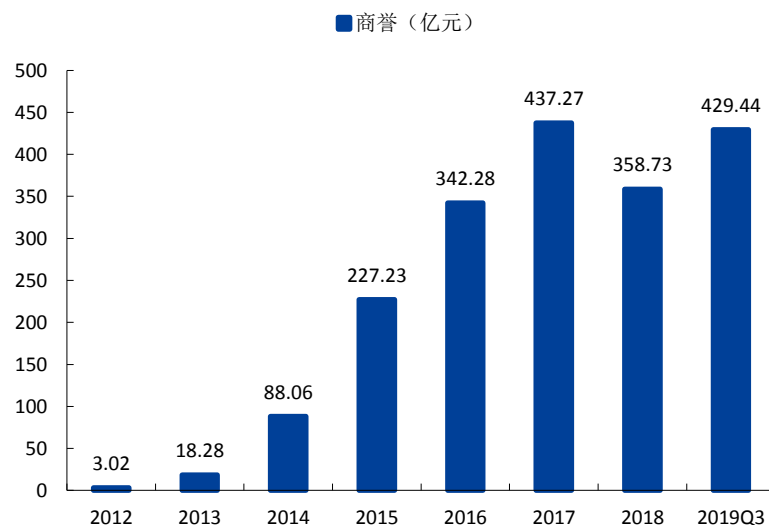
✓ 游戏行业现金流较好，但商誉余额较大存在一定减值风险

- ▶ 游戏行业与电影行业相似之处在于，同样作为2C的商业模式，现金流情况较好。2018年游戏行业上市公司整体经营性现金流净额为14.40亿元，同比增长30.85%；其中若剔除聚力文化（2018经营性现金流净额约为-6亿元）等个别公司的显著影响后，行业整体的经营性现金流净额情况将更加优异。
- ▶ 游戏行业商誉余额较大，2018年游戏行业上市公司商誉为358.7亿元，相对于2017年的437.3亿元下降17.93%；其中大额商誉主要来自世纪华通、恺英网络、天神娱乐等公司，而完美世界、游族网络、吉比特等公司商誉相对较小。

图表：游戏行业上市公司经营现金流情况



图表：游戏行业上市公司商誉



- 1. 市场回顾：估值仍处于绝对历史底部，变化成为行业关键词
- 2. 细分板块：资产负债表出清，行业格局改善
- **3. 展望5G：内容行业变革元年估值修复先行，云游戏和超高清视频有望率先走出**
- 4. 建议关注个股及估值

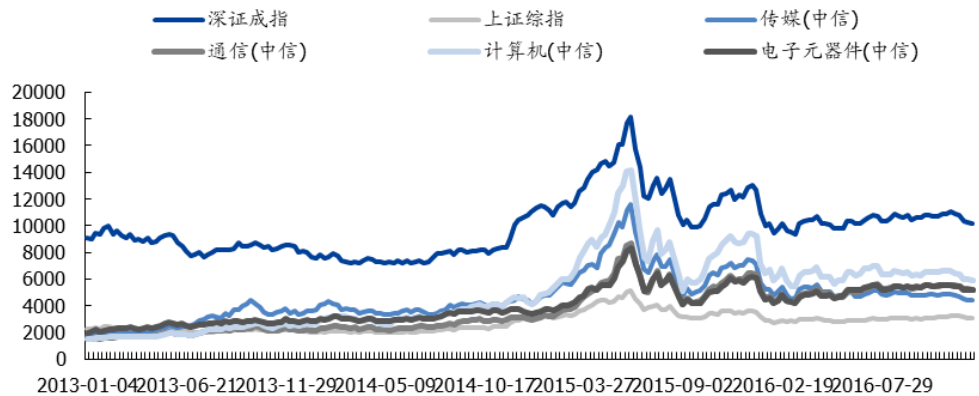
3.展望5G，内容行业变革元年估值修复先行，云游戏和超高清视频有望率先走出

- ✓ 展望2020，5G时代即将到来，新应用陆续出现，行业有望再次迎来腾飞。
- ✓ 复盘3G向4G迁移的过程，“技术-硬件-内容”为核心传导路径。4G手机计算能力大幅提升，配合4G网速大幅提速且资费大幅降低，“高性能+低延迟”特点使得用户消费习惯迅速向移动端迁移，带动移动互联网内容产业快速爆发，重度手游、网络剧等新兴形式出现，布局相关业务的上市公司受益行业红利期的爆发式增长，业绩估值双升。
- ✓ 5G商用时代带来，5G基站建设如火如荼，5G手机换机潮有望在2020下半年到来，传媒有望复制3G向4G切换过程中的戴维斯双升行情。5G到来对于现有内容形式将带来两方面巨大机会，一是对于现有内容形式的产业链改造，例如云游戏有望改变传统游戏分发模式，降低重度游戏入门门槛；二是全新内容形式的产生，例如VR/AR游戏、沉浸式互动视频等。我们认为A股优质公司在经过过去三年洗礼后，整体经营质量改善明显，行业竞争力进一步提升，资金、技术等技术储备强，在内容形式升级过程中具有较强竞争优势，有望充分受益行业大浪潮。2020年我们预计将是提估值过程，2021年新业务有望对上市公司业绩产生贡献。
- ✓ 云游戏：提高用户游戏便捷性，在保证游戏体验的同时降低重度游戏入门门槛，潜在提升用户ARPU，有望重塑游戏分发渠道，强研发能力公司最为受益。
- ✓ 超高清视频：政策强力推进，有望成为最快落地5G应用，3年市场规模有望达到4万亿，媒介升级的同时有望提升ARPU值。

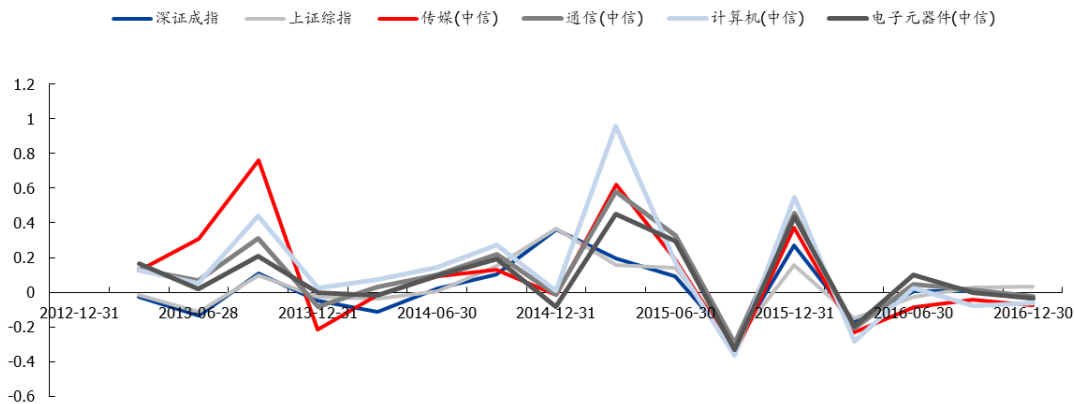
3.1 历史复盘：3G-4G升级过程中，“技术-硬件-内容”为核心传导路径

➤ 2013-2015年TMT行业迎来历史性的爆发阶段，传媒及计算机行业领涨，4G产业链升级是其背后最核心的原因。2012年4G标准确立，直至2013年12月4G牌照正式发放。而传媒行情于2013年初便开启，并领涨TMT板块，向上的爆发性行情一直延续至2015年。2013-2015两年间，传媒指数涨幅317.3%，远远跑赢上证综指（+55.4%）及深证成指（+39.2%）。

图表：2013-2016年TMT各行业指数



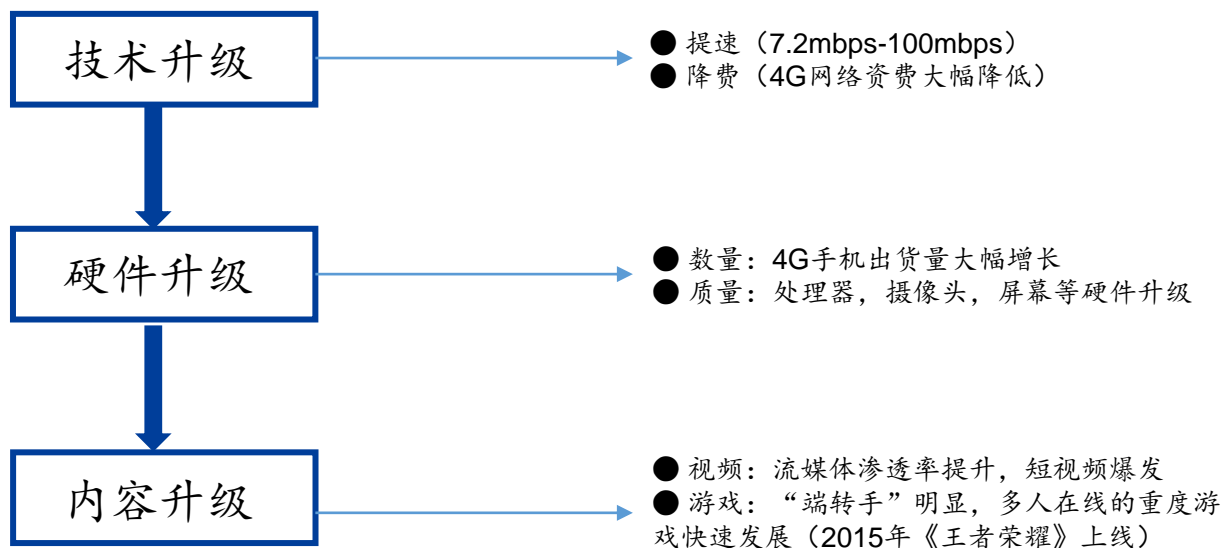
图表：2013-2016年TMT各行业季度涨幅



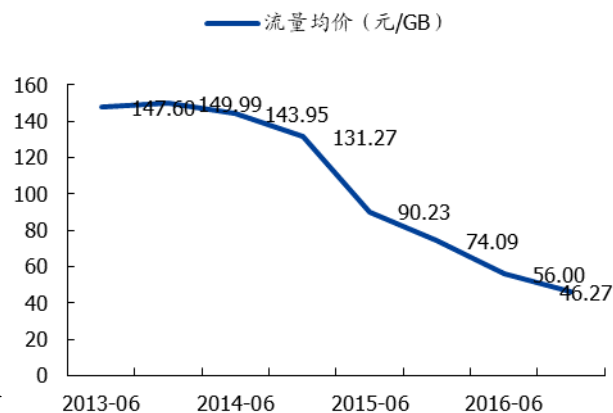
3.1 历史复盘：3G-4G升级过程中，“技术-硬件-内容”为核心传导路径

- 复盘3G-4G的迁移历程，“技术-硬件-内容”为核心传导路径。1) 技术升级：4G网络的升级过程中，下载速度由3G时代WCDMA通信制式下7.2Mbps提升至4G背景下100Mbps。4G平均网络资费2013年6月高达147元/GB,2016年底下降至46元/GB,大幅降低了用户的上网资费成本。2) 硬件升级：技术变革激发换机需求，4G手机出货量增长。4G手机处理器及内存等迅速升级，满足“高性能+低延迟”的特点，为应用软件从电脑端向手机端过渡提供了可能。3) 内容升级：在技术升级带来的网速提升以及手机硬件能力升级的双重支持下，手游及流媒体视频等移动端内容爆发。

图表：“技术-硬件-内容”的核心传导路径



图表：4G流量均价变化

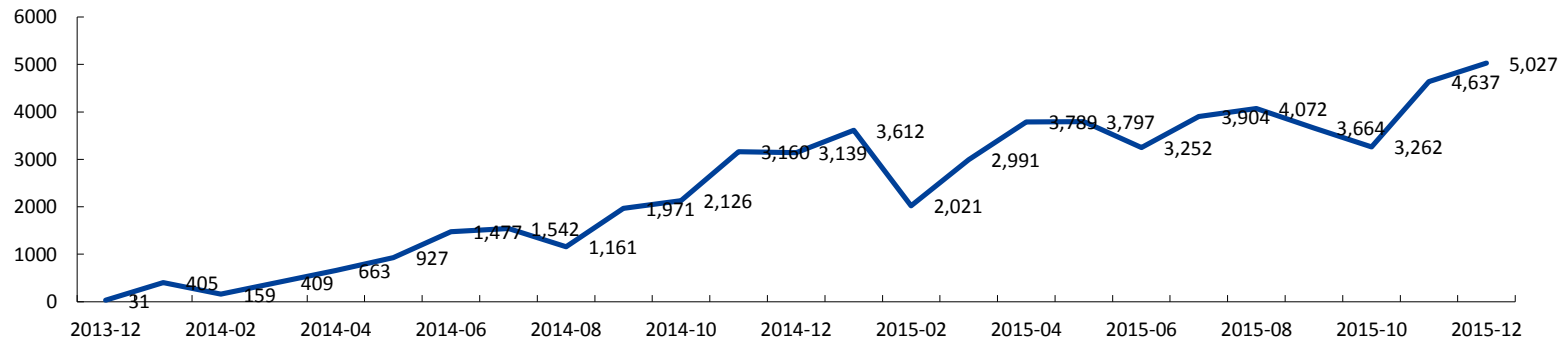


资料来源：Wind，国盛证券研究所

3.1 历史复盘：3G-4G升级过程中，“技术-硬件-内容”为核心传导路径

► **硬件：4G手机出货量大幅增长，性能不断提升。**2013年12月4G牌照正式发放后，4G手机出货量迅速增长，迎来了一波“换机潮”。手机出货量由2013年12月31万部迅速提升至2015年12月5027万部。各家手机厂商于2013年底陆续推出了4G手机，在硬件方面，处理器、内存、摄像头的升级，为内容端变革提供支撑。

图表：2013-2015年4G手机出货量（单位：万部）



图表：各大手机厂商4G与3G手机参数对比

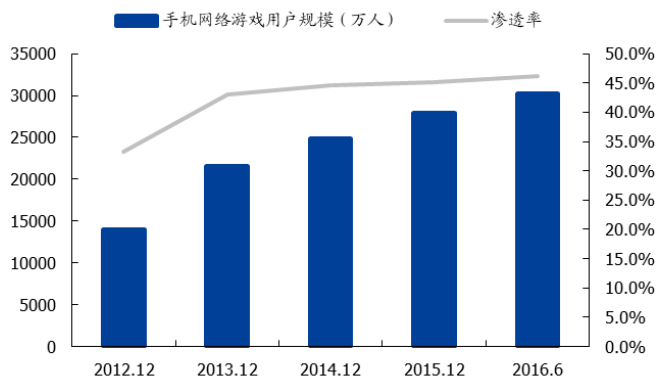
厂商	手机型号	上市日期	最高频段	CPU	内存	屏幕大小	电池容量
苹果	iPhone5	2012年	3G	苹果 A6 1.0GHz 双核	1GB	4英寸	1440mAh
苹果	iPhone5s (部分型号)	2013年9月	4G	苹果 A7+M7协处理器 1.3GHz 双核	1GB	4英寸	1560mAh
三星	Note LTE N7005	2012年	3G	高通 骁龙 MSM8660 1.5GHz 双核	1GB	5.3英寸	2500mAh
三星	Note II GT-N7108D	2013年6月	4G	高通 骁龙600 (APQ8064T) 1.9GHz 四核	2GB	5.5英寸	3100mAh
小米	小米3	2013年9月	3G	Nvidia Tegra4 1.8GHz 四核	2GB	5英寸	3050mAh
小米	小米4	2014年10月	4G	高通 骁龙801 (MSM8974AC) 2.5GHz 四核	3GB	5英寸	3080mAh
华为	HUAWEI T9510E Ascend D1	2012年	3G	海思K3V2 1.4GHz 四核	1GB	4.5英寸	2600mAh
华为	HUAWEI Ascend D2-6070	2013年	4G	海思K3V2 1.5GHz 四核	2GB	5英寸	3000mAh
oppo	Find 5	2013年	3G	高通 骁龙 APQ8064 1.7GHz 四核	2GB	5英寸	2500mAh
oppo	Find 7	2014年3月	4G	高通 骁龙801 (MSM8974AC) 2.5GHz 四核	3GB	5.5英寸	3000mAh
索尼	Xperia SP M35c	2013年2月	3G	高通 骁龙 MSM8960T 1.7GHz 双核	1GB	4.6英寸	2300mAh
索尼	Xperia SP M35t	2013年9月	4G	高通 骁龙 MSM8960T 1.7GHz 双核	1GB	4.6英寸	2370mAh

资料来源：中关村ZOL, Wind, 国盛证券研究所

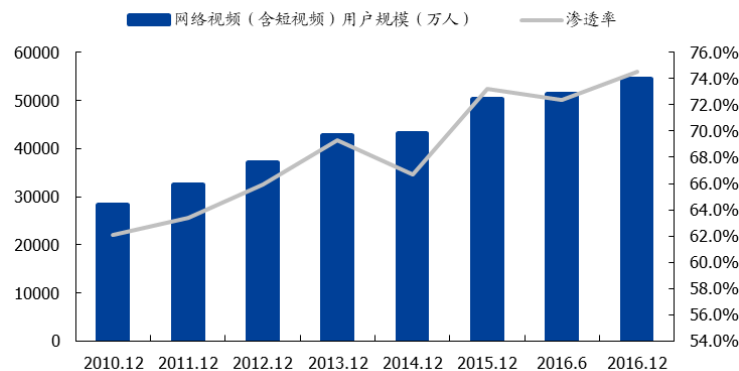
3.1 历史复盘：3G-4G升级过程中，“技术-硬件-内容”为核心传导路径

- 内容：技术升级叠加硬件升级驱动内容端产业爆发，游戏行业“端转手”趋势明显，视频游戏用户规模及渗透率加速提升。在传媒各细分板块中，游戏和视频由于传播媒介的巨大跨越（由网端至移动端），应用内容供给数量大幅增长，以头部游戏公司网易及腾讯为例，腾讯月上线手游数量由2013年13个提升至2016年43个，网易更是由1个提升至95个，丰富的内容供给拉动用户规模及渗透率持续提升。

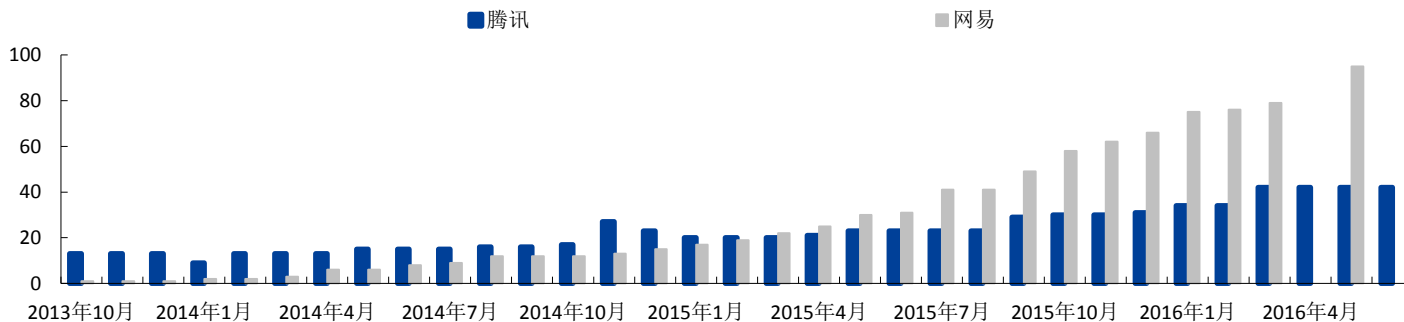
图表：2012-2016年手游用户规模及渗透率



图表：2010-2016年视频用户规模及渗透率



图表：头部游戏公司每月上线手游数量（单位：个）



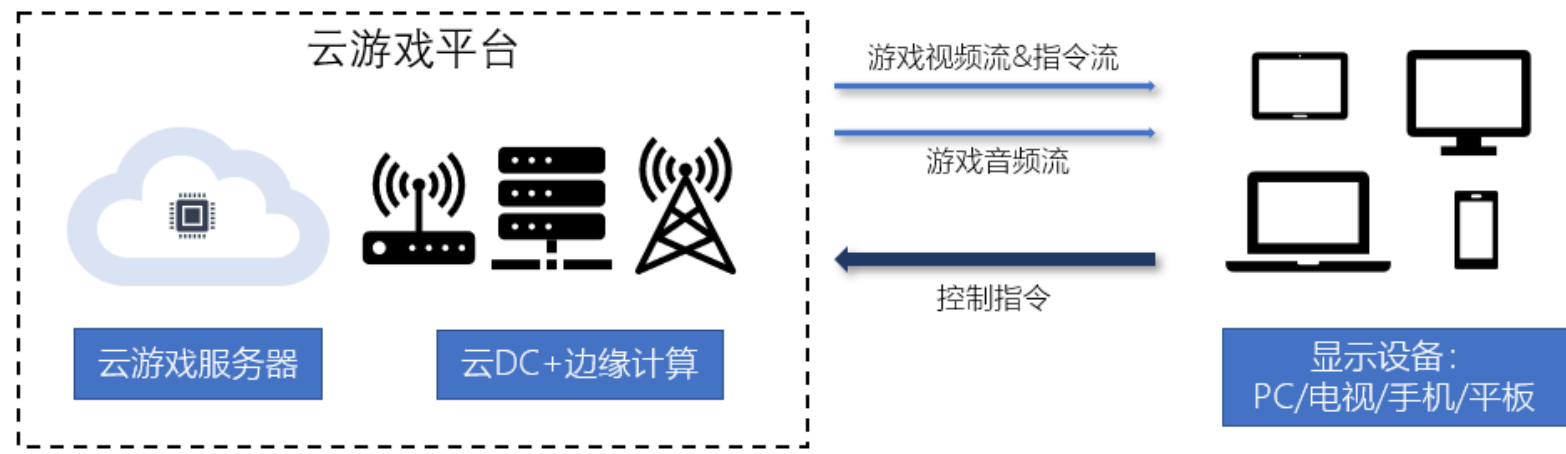
3.2 云游戏：降低游戏门槛，重塑产业格局

- ▶ 云游戏是以云计算为基础的游戏方式。所有游戏都在服务器端运行，渲染后的游戏画面视频压缩后通过网络传送给玩家。在客户端，玩家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码能力。
- ▶ 技术变化驱动媒介变革。视频流媒体经历“买碟看-下载看-在线看”的过程背后，是网速的迅速提升。而当技术的变迁不断推进时，“买碟玩-下载玩-在线玩”的路径也同样适用于游戏。

图表：网络速度迅速提升驱动视频及游戏媒介变化



图表：云游戏示意



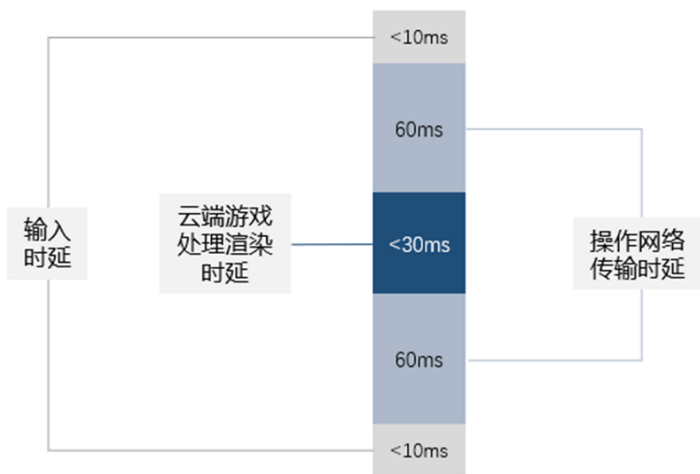
资料来源：国盛证券研究所

3.2 云游戏：降低游戏门槛，重塑产业格局

“带宽”及“时延”是云游戏发展最大的瓶颈

- 由于网络的“带宽”及“时延”问题严重影响了用户的游戏体验，云游戏发展较为缓慢。在5G背景下，相关技术问题解决为云游戏发展提供了最重要的先决条件。
- 时延可拆解为**1) 操作网络传输时延**：空口时延（移动设备到基站的传输时延）及网络时延（基站到核心网的传输时延）**2) 输入时延**。**3) 云端游戏渲染时延**。
- **网络传输时延占整个时延70%**。无线+核心网络整体优化改善：**5G技术改善接入侧的网络时延**；**边缘计算节点改善核心网TTL时延**。

图表：某游戏demo版时延拆解



图表：游戏时延拆解

- 时延分解
- 输入设备的延迟——手柄或者键鼠到主机，包括硬件中断的时间
 - 输入信号通过网络传输到云游戏服务器的时间
 - 游戏的消息循环响应延迟
 - 游戏的逻辑处理一帧的时间
 - 游戏的渲染处理一帧的时间
 - 游戏的画面编码成视频的时间
 - 网络传输的时间
 - 玩家设备解码视频的时间
 - 显示设备Vsync的时间

图表：云游戏技术发展目标



体验现状：
大屏1080P @30fps
小屏720P @30fps
小屏1080P @30fps



5G起步：
小屏1080P @60fps,
操作响应70ms

2年后挑战目标：
大屏2K @60fps,
操作响应50ms



长期挑战目标：
大屏4K @60fps,
操作响应50ms

3.2 云游戏：降低游戏门槛，重塑产业格局

5G为云游戏发展扫清技术障碍

- **充足带宽：**目前主流云游戏平台的网络需求集中在 5-30 Mbps，而5G套餐中，299元以下资费套餐下理论峰值下载速率200-500Mbps，能够满足5G游戏的适配网速。
- **更低时延：**5G技术能够降低空口时延至1ms，边缘计算节点改善核心网TTL时延。根据华为云的测试数据，5G的低延迟特性使得云游戏可以做到12毫秒响应，而4G网络的延迟需要112毫秒，软件对用户的动作显示反馈时间底线是 100ms，5G时代下用户不会察觉明显的顿挫，大大提升了游戏体验。

图表：4G/5G下载速率对比

运营商	4G峰值下载速率	5G理论峰值下载速率
中国电信	23.23Mbps	129元套餐 200Mbps
		169元套餐 300Mbps
		199元套餐 500Mbps
		299元套餐 1Gbps
中国联通	24.86Mbps	199元及以下 500Mbps
		299元及以上 1Gbps
中国移动	23.46Mbps	5G基础服务 300Mbps
		5G优享服务 500Mbps
		5G极速服务 1Gbps

图表：各云游戏最低网络要求对比

云游戏平台	网络要求
PS Now	至少5Mbps的网速，并使用以太网线而不是WiFi连接上网。
Google Stadia	普通版要求10Mbps以上的网速；若通过Stadia Pro享受4K分辨率、5.1环绕声及HDR画面则要求至少35Mbps以上的网速；不支持蜂窝网络连接。
EA Project Altas	至少5Mbps的网速以支持480P分辨率；30Mbps以上的网速可支持720P或1080P HD分辨率；暂不支持4K。
Microsoft Project xCloud	5GHz频段的WiFi或移动网络连接，10Mbps以上的下行速率。
Nvidia GeForce Now	WiFi: NVIDIA SHIELD的5GHz WiFi路由；有线网络: DOCSIS 3.0电缆调制解调器；电话上网: ADSL2+或VDSL2家庭网关；至少10Mbps网速；20Mbps以上的网速可支持720p 60 FPS画质；50Mbps以上的网速可支持1080p 60 FPS画质；与Nvidia其中一个数据中心的ping值小于60ms。

3.2 云游戏：降低游戏门槛，重塑产业格局

大厂纷纷入局，精品独家内容是平台前期绑定用户的重要手段

- “内容+体验”是吸引用户的关键因素，在技术不断完善玩家体验提升的背景下，“内容”是平台发展的关键变量。梳理目前的主流云游戏平台，硬件厂商（英伟达）不提供独占内容，核心优势在于硬件，通过导入第三方游戏降低用户硬件门槛；主机巨头（索尼/微软）云游戏平台内容多为老游戏上云；互联网巨头（谷歌，腾讯）均拥有核心云计算能力，从内容看谷歌已上线的stadia首发仅22款，且基本为非独占的旧作，可能会提供新用户增量，但对老用户吸引力有限；腾讯云游戏平台仍在内测阶段。从云游戏平台的现状看，精品独家内容仍较为缺乏，未来会是各家平台加强布局的重点方向。

图表：主流云游戏平台对比

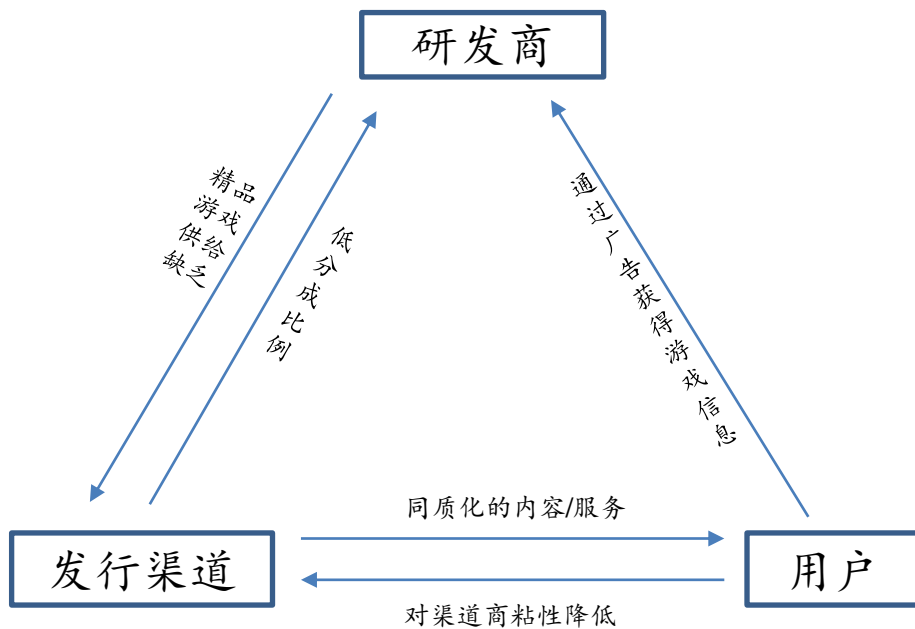
标签	公司	云平台	核心优势	商业模式	定价模式	游戏范围与数量	是否上线新游戏	发行地区	独有内容
硬件厂商	英伟达	GeForce Now	拥有垄断云游戏核心的硬件技术。	接入Steam, 战网等第三方平台导入个人已购买的游戏, 为玩家降低硬件设备要求。	目前处于免费测试阶段, 曾对测试版本有6.99美元/每小时定价, 游戏部分免费。	数百款PC端游戏, 并可接入Steam、战网等第三方平台共享已购买的游戏。	可以随时接入部分第三方平台共享最新游戏	北美, 欧洲	否
传统主机巨头	索尼	PlayStation Now	主机产品 PS4 用户基础庞大, 拥有《超级马里奥》等优质游戏内容。	玩家通过订阅的方式, 可以以视频流的方式在线畅玩一些旧PS主机上的经典游戏。	9.99美元/月; 24.99美元/季度; 59.99美元/年, 游戏不单独收费。	800款游戏, 主要为PS3游戏, 少量PS2&4游戏, 新游戏不同步更新。	暂不与PS4同步上新	北美, 欧洲, 日本	是
	微软	Xbox Game Pass	拥有Windows / Xbox 两大主流游戏平台, Azure 云技术和云计算能力强劲。	玩家通过订阅的方式, 可以以视频流的方式在线畅玩Xbox One游戏。	多种订阅会员制, 包括主机端与PC端分开的订阅服务, 也有将Xbox所有订阅服务打包的Xbox Game Pass Ultimate。普通版XGP为9.9美元/月。	目前有100多款游戏。同步更新微软旗下最新游戏。Xbox与PC端游戏交叉不重合。	部分游戏已在XGP上同步首发或优先发售	全球数十个国家与地区 (不包括中国大陆)	是
互联网巨头	谷歌	Stadia	强大的云计算能力和遍布世界的数据中心。	与第三方游戏公司合作获得内容, 玩家付会员费获得买断的优惠折扣。	Stadia Pro会员价9.99美元/月, 购后可享受折扣购买Stadia游戏与少量游戏免费	游戏首发阵容为22款热门大作, 基本为非独占的旧作。	尚未有新游戏推出	美、加、英、法、德等14个国家和地区	否
	腾讯	腾讯即玩 start	优质的自研及代理游戏内容, 国内领先的腾讯云技术及国内位居第二的公有云市场。	手游云服务 端游云服务	— —	— —	— —	— —	— —

3.2 云游戏：降低游戏门槛，重塑产业格局

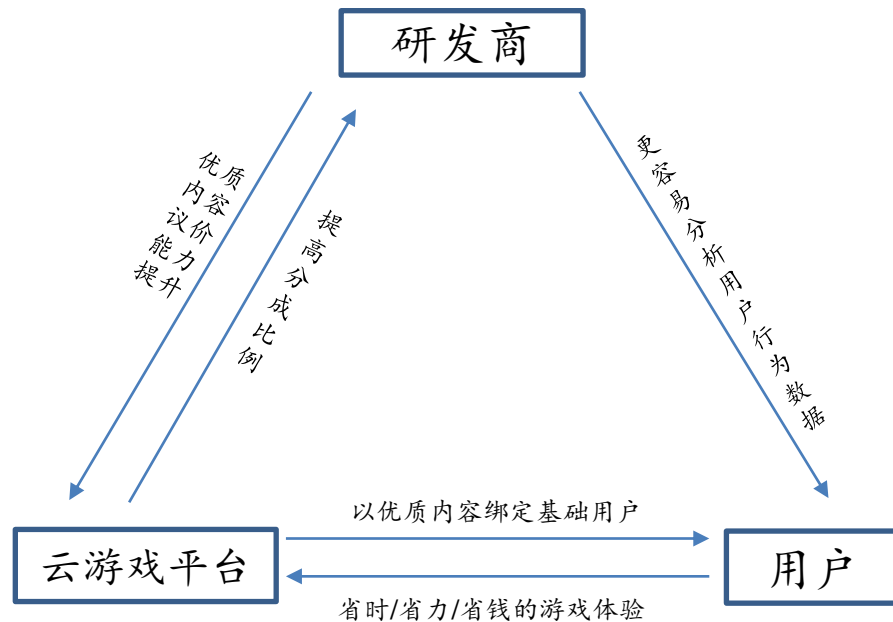
产业链迎来重塑，具有优质研发能力的游戏厂商议价能力提升

- ▶ 传统游戏时代，1) 除少数大厂致力于研发高品质新游戏外，其他厂商游戏同质化程度高，精品化游戏数量少，因而高度依赖渠道方导量；2) 渠道方经过多年发展已经形成了成熟的商业模式和庞大的用户基础，在发行环节议价能力较强，一般渠道商/研发商的分成比例在7:3左右。
- ▶ 云游戏的特点是能够实现“即点即玩”，用户的游戏试错成本下降，对精品游戏的需求增加，“轻内容重发行”的模式有效性将降低。此外，目前各云游戏平台多处于发展初期，优质内容将成为其培养用户基础的重要因素。多重催化下，优质游戏研发商价值将迎来重估。

图表：传统游戏背景下研发商极度依赖发行渠道，分成比例低



图表：云游戏时代研发商议价能力提升



3.3 超高清视频：5G助力超高清视频产业，行业空间三年剑指4万亿

- ✓ **政策驱动产业快速发展：国家层面对超高清视频产业给予政策鼓励、方针引导和财政支持**
- **政府对超高清视频行业提供财政支持和补贴，主要集中在超高清节目制作和超高清电视终端两个领域。**
2019年1月，发改委颁发了《进一步优化供给推动消费平稳增长促进形成强大国内市场的实施方案(2019年)》，方案中明确提出：有条件地区可对超高清电视、机顶盒、虚拟现实/增强现实设备等超高清终端产品推广应用予以补贴。
- **政府给予产业政策鼓励，促进产业需求升级，加快超高清终端的推广力度。**2019年3月，工信部、广电总局和中央广播电视总台发布《超高清视频产业发展行动计划(2019-2022年)》，其中提出整体目标：按照“4K先行、兼顾8K”的总体技术路线，大力推进超高清视频产业发展和相关领域的应用。

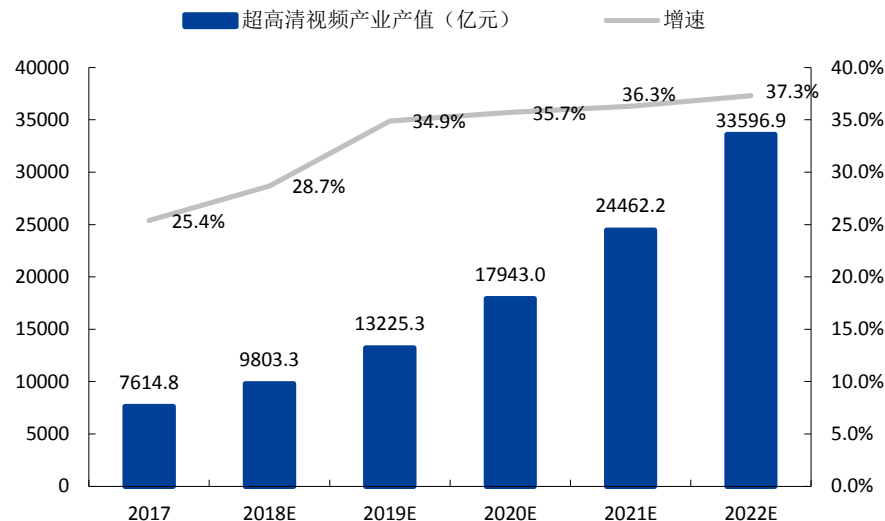
图表：超高清视频产业国家层面相关政策（2018-2019）

时间	政策	核心内容
2018年01月	《关于规范和促进4K超高清电视发展的通知》	充分认识发展4K超高清电视的重要性和艰巨性，优先支持超高清电视发展较好的省份和机构开展4K超高清电视试点，加强4K超高清电视技术标准体系建设，推进4K超高清内容建设。
2018年09月	《4K超高清电视技术应用实施指南（2018版）》	基于我国4K超高清电视技术、标准、应用等发展实际，结合广东省4K超高清电视实践经验，对4K超高清电视节目制播、编码、传输、解码、显示等各个环节的技术参数选择和应用提出了指导意见。
2019年01月	《进一步优化供给推动消费平稳增长促进形成强大国内市场的实施方案（2019）》	支持绿色智能家电的销售，给予消费者适当的交售旧家电并购买新家电补贴；加大对中央和地方电视台4K超高清电视频道开播支持力度，支持广电网络和电信网络升级改造，有条件的地方可对超高清电视、机顶盒、VR/AR设备等产品推广应用予以补贴。
2019年03月	《超高清视频产业发展行动计划（2019-2022年）》	通过设立超高清视频产业投资基金等方式扶持超高清视频产业链中内容制作与播出、网络传输及监管、终端普及和关键设备制造等重点薄弱环节

3.3 超高清视频：5G助力超高清视频产业，行业空间三年剑指4万亿

► 《超高清视频产业发展行动计划(2019-2022年)》计划指出到**2022年**我国超高清视频产业总体规模超过**4万亿元**。《行动计划》对内容供给、用户规模、行业应用、核心器件、终端产品等方面提出明确目标和要求。该计划要求到**2020年**国内超高清视频节目的年制作能力达**1万小时**，到**2022年**，超高清视频节目年制作能力达**3万小时**。

图表：我国超高清视频产业产值



图表：超高清视频产业发展规划

类别	2020 年目标	2022 年目标
内容供给	中央广播电视总台和有条件的地方电视台要开办 4K 频道，不少于 5 个省市的有线电视网络和 IPTV 平台开展 4K 直播频道传输业务和点播业务，国内超高清视频节目的年制作能力达 1 万小时/年	实现超高清节目制作能力超过 3 万小时/年，开展北京冬奥会赛事节目 8K 制播试验
用户规模	4K 超高清视频用户数达 1 亿	超高清视频用户数达到 2 亿
行业应用	在文教娱乐、安防监控、医疗健康、智能交通、工业制造等领域开展基于超高清视频的应用示范	在文教娱乐、安防监控、医疗健康、智能交通、工业制造等领域实现超高清视频的规模化应用
市场空间		我国超高清视频产业总体规模超过 4 万亿元
终端产品	符合高动态范围 (HDR)、宽色域、三维声、高帧率、高色深要求的 4K 电视终端销量占电视总销量的比例超过 40%	符合 HDR、宽色域、三维声、高帧率、高色深要求的 4K 电视终端全面普及，8K 电视终端销量占电视总销量的比例超过 5%
核心器件	4K 摄像机、监视器、切换台等采编播专用设备形成产业化能力	CMOS 图像传感器、光学镜头、专业视频处理芯片、编解码芯片等核心元器件取得突破，8K 前端核心设备形成产业化能力

超高清视频：5G助力超高清视频产业，行业空间三年剑指4万亿

✓ 地方层面：政策补贴助力超高清视频产业发展

▶ 除了国家层面，随着《行动计划》的落实，上海、北京、深圳和广东等省市也陆续根据自身情况出台了相应政策，通过各种补助方式来推进超高清视频产业的发展。以广东省对超高清视频产业提供的扶持和补贴为例，在《广东省4K节目制作播出补助实施细则》中，明确指出在超高清频道节目制作方面，对符合4K标准的电影、电视剧、综艺节目、电视广告等节目类型，将会根据节目时长予以补贴，补贴金额在10万/小时-40万元/小时。

图表：超高清视频产业地方面相关政策

时间	政策	核心内容
2019年05月	《上海市超高清视频产业发展行动计（2019-2022）》	充分发挥财政资金的引导和扶持作用，统筹利用产业转型升级、信息化建设、战略性新兴产业发展、文创、重点科研计划等专项资金，聚焦支持超高清视频产业内容制播、终端普及、前端芯片研制、融合应用试点示范等优势项目。开展超高清视频产业强链补链工程，支持标准制定和核心芯片、基础元器件、关键材料、制造设备、新型显示等技术研发，支持关键领域应用能力建设。拓宽融资渠道，引导社会资本参与超高清视频产业，支持上市融资。
2019年05月	《北京市超高清视频产业发展行动计（2019-2022）》	统筹利用现有资金渠道，支持超高清视频技术研发、创新平台和产业化项目建设。采取政府购买服务方式，加大对超高清视频设备首台套采购、内容制作、试点示范、推广应用的支持力度。充分发挥市区财政资金和政府投资基金作用，积极引导社会资本参与，研究设立超高清视频产业发展基金，重点围绕超高清视频关键核心技术、超高清视频内容制作、做大做强产业规模、知识产权保护等方面开展投资合作。
2019年05月	《广东省超高清视频产业发展行动计划（2019年-2022年）》	综合利用财政、税收、供电、土地等政策，加强对超高清视频产业和信息基础设施网络建设的扶持培育
2019年09月	《深圳市8K超高清视频产业发展行动计划（2019—2022年）》	强化专项资金导向作用，实施8K专项扶持计划，探索精准性扶贫方式；充分发挥市、区政府引导基金作用，支持引导社会资本投资8K领域

图表：广东省对超高清视频产业的补贴情况

补助类型	节目类型	补助金额	评选标准
第一类补助	电影	40万元/小时	设立综合考核指标，由节目宣推系数、节目收视率、节目招商情况、新媒体覆盖率、节目单位购置收益率（该节目收视率÷该节目制作成本=单位成本里所对应的收视率）等参数综合决定。
第二类补助	电视剧、纪录片、体育赛事、综艺、大型直播、专题片	20万元/小时	
第三类补助	公益广告	5万元/小时	
第四类补助	微电影等其他类型节目	10万元/小时	

3.3 超高清视频：5G助力超高清视频产业，行业空间三年剑指4万亿

✓ 海外对比：日韩引领产业标准，欧美具备内容制作优势

- ▶ 日本、韩国、欧美等国家和地区，在多年前已经开始了超高清视频产业领域的布局，相比之下，我国在超高清视频领域起步较晚。由于国情和技术的差异，不同国家在超高清视频产业中有着各自的优势和特点。
- ▶ 纵观国际超高清产业发展历程，日韩两国起步较早，引领产业标准的形成与发展以及技术优势，尤其是日本，在超高清视频的技术与品牌上位居全球领先地位。而欧洲、美国等地区则在频道建设以及内容制作方面具备明显优势，其中美国的国际联盟组织影响力巨大。

图表：海外超高清视频产业发展历程

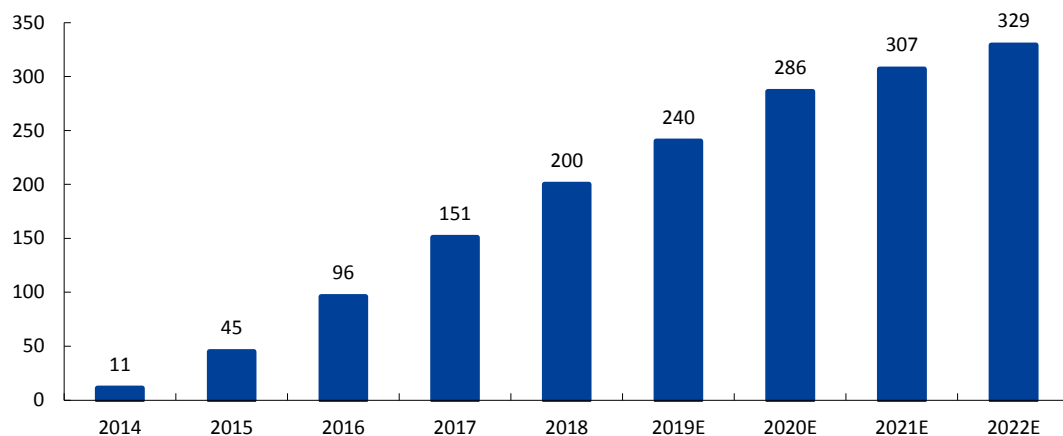
时间	国家	主要内容
2008年	日本	2008年国际广播电视博览会 NHK 电视台实现了全球首次公众实时超高清电视系统的演示
2012年	韩国	韩国电视台 KBS、MBC、SBS 和 EBS 使用 66 频道试播 4K 节目
2012年	日本	进行了超高清电视试播，其 7680*4320 分辨率随后经国际电联 ITU 推荐成为国际超高清电视标准
2012年	英国	伦敦奥运会期间，BBC、NHK 和 OBS 共同开展高清节目直播及录制
2013年	法国	法国卫星运营商 Eutelsat Communications 推出了欧洲首个 4K 电视频道
2013年	日本	日本 NHK 在戛纳电影节展映全球首部 8K 电影短片《珍馐美味》，该片使用 8K 分辨率拍摄、制作、放映
2014年	韩国	韩国正式开播 4K 高清频道 UMAX UHD，Netflix 推出了超高清版本的《纸牌屋》和多部纪录片；全球第一个 4K UHD 频道 UMAX 在韩国开播，同年 6 月，KT Skylife 公司推出韩国第二个 4K 超高清频道 SkyUHD，并于计划 2015 年正式全面实现商用
2014年	日本、英国	世界杯期间，日本 NHK 进行 8 场卫星传输测试，英国 BBC 采用超高清格式转播了 18 场比赛
2014年	日本	发布超高清电视（4K/8K）发展路线图，提出 2020 年东京奥运会普及 8K 电视节目；NTT Plala 宣布正式推出旗下的首个 4K 电视频道，成为日本首个正式提供 60 帧超高清 4K 视频的服务商
2015年	美国	全球首个超高清频道 NASA UHD 开播，信号覆盖欧洲、南美和北美，该频道由和谐公司负责制作，与美国航空航天局共同运营
2016年	欧洲	欧洲超高清电视标准（UHD-1 Phase 2）获得批准
2017年	韩国	地面广播商 KBS、MBC、SBS 在首尔都市圈开播 4K 超高清频道
2016年	巴西	里约奥运会用 8K 画质直播了开幕式和闭幕式，以及部分田径和游泳比赛
2017年	美国	《银河护卫队 2》成为全球首 8K 电影
2018年	英国	BBC 播出首部以 4K 超高清 HDR 制作的纪录片《蓝色星球 2》
2018年	日本	NHK 正式开播 4K 和 8K 卫星电视（BS）频道，BS8K 是世界首个 8K 频道
2018年	日本	NHK 和日本电台采用 8K 技术对平昌冬奥会进行了实时转播
2018年	美国	世界首部 3D/4K/120 帧规格的电影《比利林恩的中场战事》上映

3.3 超高清视频：5G助力超高清视频产业，行业空间三年剑指4万亿

✓ 全球超高清电视频道的数量近年来持续快速增长

- 根据 S&P Global Market Intelligence 公布的数据，2018年全球超高清电视频道数量达到200个，同比增长了32.45%，全球4K电视频道数量从2014年的11个在4年内增加了近20倍。根据S&P预测，在2019-2022年，超高清电视频道数量增速会持续增加，但增速或将放缓，2022年超高清电视频道数量将达约329个。
- 目前，多数国家和地区在超高清电视的发展上均采用分“两步走”策略：先发展4K(UHD1)，之后过渡到8K(UHD2)。整体来看，目前全球超高清电视发展仍处于起步阶段，相对于日韩、欧美，我国4K超高清电视还处于初级阶段，尚未形成完整的端到端的产业链和生态链。只有在电视产业在全球范围内都实现了数字化后，超高清电视的时代才算是真正到来。不过其巨大的市场空间和发展潜力，注定在未来将成为电视行业的主流趋势。

图表：全球 4K 超高清电视频道数量情况（个）

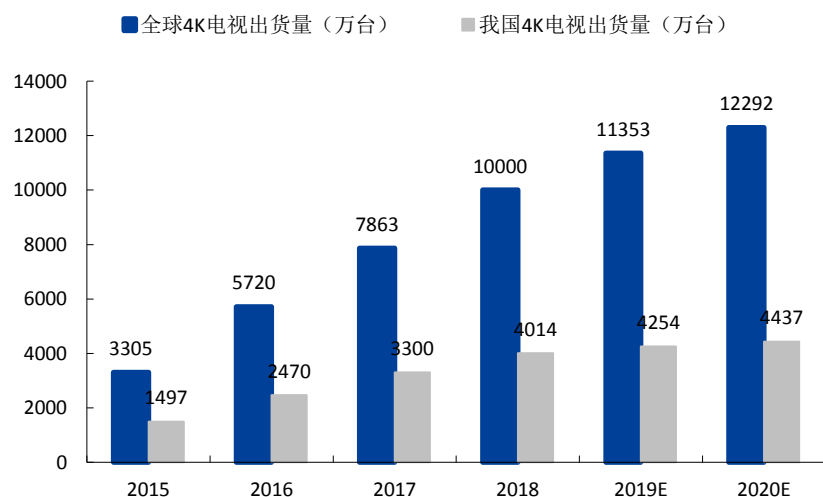


3.3 超高清视频：5G助力超高清视频产业，行业空间三年剑指4万亿

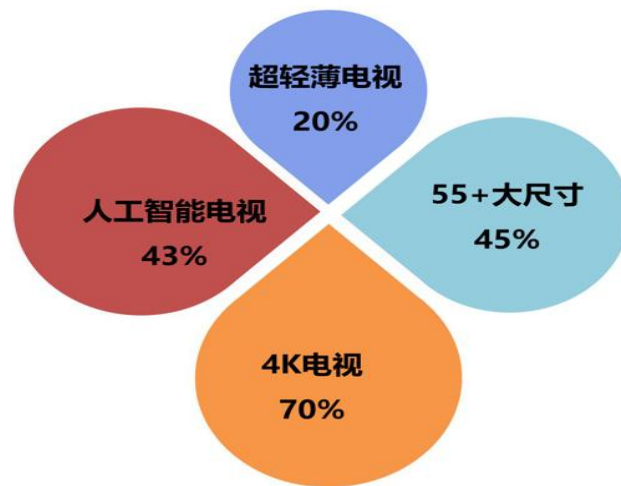
✓ “基础设施”：4K超高清电视出货已成为主流，为超高清视频应用打下基础

- 从4K超高清电视出货量来看，2015年之后，全球范围内其出货量稳步大幅增长，就国内范围而言出货量亦持续稳增。
- **4K超高清电视逐渐成为电视市场上的主流销售品种。**根据中国电子商会发布的《2019年1-6月中国彩电消费及下半年趋势预测报告》，2018年，我国4K电视占销售量的比例约为69%，大屏电视中4K产品占比较高，小尺寸电视中4K产品占比较低。据统计2019年上半年国内彩电消费2200万台，其中4K超高清电视占将近70%，《报告》中预测2019年我国彩电销量4500万台，4K电视占比或将超过80%，预计年底消费占比将超过80%，超高清电视已进入全面普及阶段，有望取代非超高清的电视。

图表：4K超高清电视的出货量



图表：2019年不同类型产品消费比重预期



3.3 超高清视频：5G助力超高清视频产业，行业空间三年剑指4万亿

✓ 内容储备：薄弱环节预计将逐步补齐

- **中央电视台的实施“三阶段”4K超高清电视的发展战略：**中央广播电视总台开始建立超高清发展思路和计划，推行“三阶段”4K超高清电视的发展战略。该战略的总体目标是2018-2021年，完成全台4K超高清频道技术系统建设，全面支持4K超高清电视的“采、编、播、存、传”，具备每天约100小时的4K节目制作能力。
- **地方跟随央视脚步，开展超高清电视产业布局：**广东省目标到2022年，全省超高清视频产业总体规模超8000亿元，建成3个世界级超高清视频产业集群，4K电视机年产量达4000万台，8K前端核心设备具备产业化能力；超高清节目储备超25000小时，4K用户达2300万户。此外，江苏、湖南、浙江、上海等地方广电系统也陆续展开4K节目或频道的布局。

图表：中央广播电视台4K发展阶段性目标

阶段	时间	阶段目标
第一阶段	2018年12月之前	完成一个4K超高清试验频道制播系统建设，具备每天6个小时的4K节目制作能力。
第二阶段	2020年6月之前	完成新闻制作平台建设，在4K试验频道新闻板块提供播出节目；完成体育、纪录片、综艺等3到5个频道4K超高清制播系统的建设，具备每天30小时的4K节目制作能力。
第三阶段	2021年12月之前	将4K试验频道转换成4K综合频道，并陆续完成新闻、电视剧、少儿等其他4K超高清频道制播体系建设，具备每天60个小时的4K节目制作能力。

3.3 超高清视频：5G助力超高清视频产业，行业空间三年剑指4万亿

✓ 超高清视频或将带动传统大屏价值回归

- 手机、平板、电脑等设备的屏幕尺寸较小，而超高清视频以高清晰度、高分辨率、高色域广度为主打特色，受小屏幕限制，超高清视频的效果无法在小屏幕上得到充分展现。大尺寸的超高清电视屏幕能更好地发挥超高清视频的特点。传统大屏显示或将回归主流市场，成为重要应用场景。
- 超高清视频发展将驱动了广播电视、文教娱乐等产业链下游行业进行以视频为核心的数字化转型。伴随5G通信技术的推广，文娱产业与现实生活的各个联系节点将被打通。广播电视、文教娱乐等应用环节将是最重要的市场，预计整体规模将达到**12960**亿元。

图表：超高清产业链各环节规模预测（亿元）

	产业链环节	2022年我国市场规模预测（亿元）
视频生产设备	视频采集设备	120
	视频制作系统	430
	编码设备	119
	存储设备	178
网络传输设备	有线电视传输设备	700
	互联网传输设备	1,694
终端呈现设备	电视	5,050
	机顶盒	600
	计算机设备	
核心元器件	平板电脑	1,144
	VR/AR	
	显示面板	1,660
平台服务	芯片产品	1,028
	集成服务	311
	内容服务	732
	分发服务	683
行业应用	广播电视领域	
	文教娱乐领域	12,960
	医疗健康领域	
	安防监控领域	
	智能交通领域	5,040

3.3 超高清视频：5G助力超高清视频产业，行业空间三年剑指4万亿

✓ 5G将推动超高清视频将在视频娱乐行业最先爆发

- 在过去，超高清视频面临的困境主要是上游制作成本的压力，以及下游终端消费者缺少体验和观看渠道。2019年，5G商用陆续落地，超高清视频的行业痛点将得到有效解决，5G的推广为超高清视频产业带来了发展机遇。超高清视频包含着更大的数据量，故其在数据传输和运算能力上要求更高。4K视频传输速率至少为40-60Mbps，8K视频则在135Mbps以上。实际使用速率在8Mbps-60Mbps之间的4G网络已无法满足超高清视频传输低时延、高速率、高可靠等技术要求，5G解决超高清视频内容的承载难题。
- **5G赋能视频行业，将带来两个主要方向的升级：****（1）媒介延伸：VR内容或将快速发展。**VR设备迭代迅速，超高清视频与VR将形成互补局面，联动发展。超高清画质可以缓解VR用户的视觉疲劳和眩晕等体感缺陷，VR眼镜和头显可成为超高清视频在移动端的载体，同时又给予使用者的沉浸式的体验。但目前VR产业链仍处于成长早期。**（2）视频超高清化有望带来ARPU值提升。**通过技术升级提升用户体验，是推动用户提升支付意愿和ARPU值的重要方式。目前分辨率和音效差距是各视频平台提供给VIP用户的主要权益之一，且从海外Netflix的发展看，4K超高清内容也是premium会员与basic和standard会员的权益差异之一。

3.3 超高清视频：5G助力超高清视频产业，行业空间三年剑指4万亿

✓ 三大电信运营商各方在超高清视频领域已开始大量布局

- 移动、联通、电信已经着手在4K、8K商用领域进行探索，陆续在4K IPTV业务上进行发力。在IPTV业务方面：（1）中国联通：逐渐升级其增值业务服务，优化IPTV交互性，推出大型游戏的高端机顶盒，从而为客户提供视听娱乐内容的差异化服务；（2）中国电信：基础良好，提出4K到全4K再到8K/VR三阶段的演进路径，不断完善4K技术标准与发展方向，规模部署4K IPTV机顶盒；（3）中国移动：获得IPTV牌照，推出新一代4K超高清IPTV电视业务，范围涉及130多个频道直播或点播节目。
- 截至2019第三季度，我国IPTV总用户规模达2.92亿人，其中，中国电信IPTV用户约为1.3亿，拥有8000万个4K机顶盒。

图表：三大电信运营商的“5G+超高清视频”探索

运营商	“5G+超高清视频”探索
中国移动	中国移动通过大连接战略布局超高清视频领域，发布首个省级VR业务管理规范，实现全球首个运营商云VR业务试商用；完成基于3GPP标准R15版本的5G端到端8K视频演示，并在乌镇等地完成试验应用。中国移动与中国国际电视总公司签署战略合作协议，涵盖5G技术研发、4K超高清频道建设、内容分发、大数据以及资本等领域，是2018央视世界杯新媒体指定官方合作伙伴。中国移动发布5G+战略，投入30亿元打造5G超高清视频内容上，将联合生态伙伴在5G超高清视频、超高清5G快游戏、超高清视频彩铃三方面进行内容创新。
中国电信	中国电信通过转型3.0战略，涵盖视频3.0战略，以大视频为核心，提供差异化方案。2018年，中国电信与华为联合发布云VR产品，计划2019年底在全国一、二线城市全面加载VR业务；与东方明珠、百视通、富士康发布基于5G测试网络的8K视频应用平台，并与各合作伙伴共同成立“5G+8K”产业联盟。
中国联通	中国联通聚焦视频战略，完成从“关注产品实现”到“关注用户体验”的思路转变。2018年，中国联通发布中国联通5G+视频推进计划，在17个城市开展5G试点网络测试和创新应用示范孵化，在5G新媒体领域完成多个首发的行业应用实践，包括央视春晚实现国内首次5G+VR实时制作传输应用、极寒天气下5G+4K传输应用、在杭州试点首次专业级5G+8K直播应用、在江西试点首次5G+VR春晚直播、与首钢打造5G智慧园区助力智慧冬奥、在福建完成全球首例基于5G的远程动物手术、与青岛港打造首个5G智慧码头等。

- 1. 市场回顾：估值仍处于绝对历史底部，变化成为行业关键词
- 2. 细分板块：资产负债表出清，行业格局改善
- 3. 展望5G：内容行业变革元年估值修复先行，云游戏和超高清视频有望率先走出
- **4. 建议关注个股及估值**

4.建议关注个股及估值

图表：建议关注个股及估值

行业	股票代码	公司名称	收盘价	总市值 (亿元)	EPS			PE		
					2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
游戏	002624.SZ	完美世界	41.33	534.27	1.64	1.90	2.17	25	22	19
	002555.SZ	三七互娱	25.97	548.55	0.98	1.16	1.32	27	22	20
	300315.SZ	掌趣科技	6.71	185.03	0.22	0.29	0.36	31	23	19
	603444.SH	吉比特	319.99	230.02	12.44	14.49	16.69	26	22	19
	300418.SZ	昆仑万维	16.89	193.96	1.10	1.27	1.43	15	13	12
内容制作	300251.SZ	光线传媒	12.21	358.19	0.38	0.35	0.41	32	35	30
	002292.SZ	奥飞娱乐	9.67	131.24	0.10	0.20	0.28	92	48	34
	300133.SZ	华策影视	7.72	135.54	0.13	0.27	0.33	59	29	23
	002343.SZ	慈文传媒	12.33	58.56	0.41	0.57		30	22	
视频平台	300413.SZ	芒果超媒	35.01	623.31	0.65	0.85	1.00	54	41	35
院线	002739.SZ	万达电影	18.15	377.23	0.62	0.80	0.94	29	23	19
	603103.SH	横店影视	18.61	118.02	0.49	0.58	0.70	38	32	27
	600977.SH	中国电影	15.79	294.80	0.68	0.75	0.83	23	21	19
	601595.SH	上海电影	15.81	59.05	0.68	0.76	1.02	23	21	15
出版阅读	300788.SZ	中信出版	48.10	91.46	1.33	1.60	1.90	36	30	25
	601928.SH	凤凰传媒	7.78	197.99	0.60	0.67	0.74	13	12	10
	601098.SH	中南传媒	12.29	220.73	0.75	0.82	0.90	16	15	14
	300571.SZ	平治信息	52.08	64.89	2.50	3.08	3.59	21	17	14
	603096.SH	新经典	57.88	78.32	2.00	2.34	2.74	29	25	21
5G应用	300113.SZ	顺网科技	26.65	185.03	0.65	0.76	0.90	41	35	30
	600640.SH	号百控股	25.00	198.92	0.30	0.46	0.68	82	54	37

资料来源：Wind，国盛证券研究所（股价为2019年12月19日收盘价，除芒果、掌趣、中信出版外，其他盈利预测为wind一致预期。）

▶ 行业政策监管变化

影视游戏公司监管政策仍存在较大不确定性，进而影响公司的相关产品发布节奏和收入。

▶ 产品表现不及预期

消费类产品面向C端用户，产品表现具有不确定性，如不及预期会对业务收入产生影响。

▶ 流量生态变化风险

用户时长争夺激烈，传媒互联网公司流量格局对渠道成本影响较大，流量生态在未来是否会受到冲击具有不确定性。

▶ 竞争格局恶化风险

激烈的竞争环境下为建立较高的内容壁垒，公司成本率压力较大，进而对利润产生影响。

▶ 行业景气度下滑风险

各泛娱乐赛道受到行业景气度影响，行业景气度下滑将对未来业绩增长造成较大压力。

▶ 商誉减值风险

传媒互联网板块并购较多，商誉减值将对利润产生较大影响。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。



Thank You